

351.0092

HID

a c.1

**ANALISIS PERUBAHAN EARNING PER SHARE BUMN DAN  
BUMS SEBELUM DAN SETELAH PENAWARAN  
UMUM PERDANA BESERTA FAKTOR-FAKTOR  
YANG MEMPENGARUHINYA**

*TESIS*

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



**Diajukan Oleh :**

**Nama : Tahrir Hidayat**

**NIM : C 4 A 098087**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2001**



## Sertifikat

Saya, Tahrir Hidayat, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Tahrir Hidayat  
8 Februari 2001

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :  
**ANALISIS PERUBAHAN EARNING PER SHARE BUMN DAN  
BUMS SEBELUM DAN SETELAH PENAWARAN  
UMUM PERDANA BESERTA FAKTOR-FAKTOR  
YANG MEMPENGARUHINYA**

yang disusun oleh Tahrir Hidayat, NIM C4A098087  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 8 Februari 2001  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

  
Drs. Fx. Sugiyanto, M.S.

Pembimbing Anggota

  
Drs. Basuki HP, MBA, M.Acc, Akt.

Semarang, 8 Februari 2001

Universitas Diponegoro

Program Pasca Sarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program

  
Prof. Dr. Sayudi Manguwihardjo

## MOTTO

*"Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Maka apabila kamu telah selesai (dari suatu urusan), kerjakanlah dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain, dan hanya kepada Tuhanmu-lah hendaknya kamu berharap"*

*(Q.S. 94:6-8)*

*Kupersembahkan karya ini untuk :*

- *Isteri tercinta, Dra. Hj. Sri Marwati,MM., karnamu, aku tegar menatap binar.*
- *Anak-anak terkasih, Dian, Arief, Kartika, Teguh, karnamu, aku habiskan keringat dan air mata.*
- *Cucu-cucu tersayang, Kevin, Farrel, Rafli, karnamu, aku tersenyum dan bahagia.*

*KarnaMu, aku berselimut malu, doa dan pasrah.*

## **ABSTRACT**

The Government Owned Company (BUMN) and Private Owned Company (BUMS) are two enterprises, which had different culture affecting their performance. It shown on their Earning Per Share (EPS), before and after Initially Public Offering (IPO).

This study is to analyze the difference performance between BUMN & BUMS, before and after IPO, and also to analyze some factors which affecting their performance. The external factors is Gross Domestic Product and the internal factors are Size, Total Assets Turn Over (TATO) and Debt to Assets Ratio (DAR), to Earning Per Share (EPS). This research concluded that EPS of BUMN is always higher than EPS of BUMS, before and after IPO. There is a significant indifference on both the BUMN and BUMS at alpha 5 %. Beside that each factor affecting performance significantly. This research also shown that the whole factors affecting performance significantly at alpha 5 %.

The important things that must be recorded, the external factor is more affecting significantly on EPS of BUMN than BUMS, because BUMN has a strategic business sector and has no competitors. The fund from IPO on BUMN does not to submit their debt, as shown on BUMS. IPO have increase their size, but not improved their efficiency.

## ABSTRAKSI

BUMN dan BUMS adalah dua badan usaha yang mempunyai ciri berbeda, sehingga mempengaruhi kinerja masing-masing. Hal tersebut tampak pada *Earning Per Share* (EPS), baik sebelum maupun setelah Penawaran Umum Perdana (PUP).

Studi ini untuk menganalisis perbedaan kinerja BUMN dan BUMS, sebelum dan setelah PUP serta faktor-faktor eksternal dan internal yang mempengaruhinya. Sebagai faktor eksternal adalah ekonomi makro yang diukur dengan produk domestik bruto dan faktor internal adalah besaran perusahaan, efisiensi dan nisbah hutang.

Data penelitian menunjukkan, bahwa EPS BUMN selalu lebih tinggi dibanding EPS BUMS, baik sebelum maupun setelah PUP. Dari data tersebut, hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja masing-masing badan usaha tidak berbeda signifikan dengan sebelumnya pada alpha 5 %. Disamping itu, hasil penelitian menunjukkan pula bahwa masing-masing faktor eksternal maupun internal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keduanya. Demikian pula keseluruhan faktor tersebut berpengaruh signifikan terhadap kinerjanya pada alpha 5 %.

Hal penting dari penelitian ini adalah faktor eksternal lebih berpengaruh pada BUMN dibanding BUMS, karena sektor usaha BUMN bersifat strategis tanpa ada persaingan. Hal lain yang menarik adalah dana PUP pada BUMN digunakan untuk meningkatkan besaran perusahaan sedang dana PUP pada BUMS digunakan untuk mengurangi hutang. Efisiensi pengelolaan sumber ekonomi yang ada pada kedua badan usaha cenderung turun setelah PUP.

## **KATA PENGANTAR**

Puji dan syukur atas rahmat dan karunia Allah s.w.t, sehingga tesis berjudul “ANALISIS PERUBAHAN EPS BUMN DAN BUMS SEBELUM DAN SETELAH PENAWARAN UMUM PERDANA BESERTA FAKTOR-RAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA “ dapat diselesaikan dengan baik.

Tesis ini disusun guna memenuhi salah satu persyaratan dalam menyelesaikan program Pasca Sarjana Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Selesaiannya tesis ini tidak terlepas dari bantuan dan dorongan semua pihak, sehingga pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih tak terhingga kepada :

1. Bapak Drs. H. Daryono Rahardjo, MM., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Prof. DR. H. Suyudi Mangunwihardjo., selaku Direktur Program Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
3. Drs. Fx. Sugiyanto, MS., dan Drs. Basuki Hadiprayitno, M.Acc, MBA, Akt., selaku dosen pembimbing, yang telah memberikan bimbingan dan saran-saran yang sangat berarti.
4. Rekan-rekan dosen yang telah memberikan dukungan, dorongan dan bantuan serta saran-saran selama studi dan penulisan tesis.

5. Isteri, anak-anak dan cucu-cucu, yang telah memberikan semangat, dukungan dan partisipasinya.

Penulis berharap tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang berkepentingan.

Semarang, Februari 2001

Penulis,

Tahrir Hidayat



## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan .....	iii
Halaman Motto dan Persembahan .....	iv
Abstract.....	v
Abstraksi.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Isi .....	ix
Daftar Tabel .....	xii
Daftar Gambar.....	xiii
Daftar Lampiran.....	xiv
BAB I : PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	6
1.4. Kegunaan Penelitian .....	7
BAB II : TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
2.1. Telaah Pustaka .....	8
2.2. Kinerja Perusahaan .....	9
2.3. Earning Per Share .....	11
2.3.1. Arti dan Jenis EPS.....	11

2.3.2. Maksud Perhitungan dan Penyajian EPS.....	13
2.3.3. Faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya EPS.....	14
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	20
2.5. Hipotesis.....	21
2.6. Definisi Operasional.....	22
<b>BAB III : METODA PENELITIAN</b>	
3.1. Ruang Lingkup Penelitian.....	25
3.2. Jenis Sumber Data .....	25
3.3. Populasi dan Sampel.....	26
3.4. Metoda Analisa Data.....	28
<b>BAB IV : GAMBARAN UMUM DAN OBJEK PENELITIAN</b>	
4.1. Pengertian BUMN dan BUMS.....	32
4.2. Struktur Organisasi dan Kriteria Kesehatan.....	35
4.3. Tujuan dan Kriteria Privatisasi.....	38
4.4. Penawaran Umum Perdana dan Pisah Batas.....	41
4.5. Gambaran Umum Perusahaan.....	43
4.5.1. Kondisi saat PUP.....	43
4.5.2. Perkembangan EPS.....	45
4.5.3. Perkembangan Size.....	46
4.5.4. Perkembangan DAR.....	47
4.5.5. Perkembangan TATO.....	48
4.5.6. Perkembangan CyR.....	49

**BAB V : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

5.1. Data Penelitian .....	50
5.2. Analisis Data .....	52
5.2.1. Analisis Perubahan EPS.....	52
5.2.2. Analisis Regresi Parsial .....	54
5.2.3. Analisis Regresi Parsial Sebelum dan Setelah PUP	56
5.2.4 Analisis Regresi Simultan.....	59
5.2.5 Analisis Regresi Simultan Sebelum dan Setelah PUP.....	60
5.2.6. Analisis Regresi BUMN dan BUMS.....	62
5.2.7. Analisis Asumsi Klasik .....	63
5.3. Implikasi Hasil Penelitian .....	69

**BAB VI : KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

1. Pendahuluan.....	71
2. Kesimpulan Mengenai Hipotesis.....	71
3. Kesimpulan Mengenai Masalah Penelitian .....	73
4. Implikasi Teoritis .....	74
5. Implikasi Managerial .....	74
6. Limitasi .....	75
7. Implikasi untuk Penelitian Mendatang.....	75

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1 : Perbandingan Rata-rata Return Private Owned Company dan - State Owned Company di beberapa Negara.....	4
Tabel 2 : Rata-rata EPS BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP.....	5
Tabel 3 : Tanggal PUP dan Penetapan Batas Pisah.....	42
Tabel 4 : Umur Perusahaan, Total Aktiva, Total Modal dan Kepemilikan.....	44
Tabel 5 : Perkembangan EPS BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP...	45
Tabel 6 : Perkembangan Size BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP...	46
Tabel 7 : Perkembangan DAR BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP.	47
Tabel 8 : Perkembangan TATO BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP	48
Tabel 9 : Perkembangan CyR BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP..	49
Tabel 10 : Hasil Uji Statistik Rata-rata EPS BUMN dan BUMS Sebelum dan Setelah PUP.....	53
Tabel 11 : Hasil Uji Statistik Regresi Parsial .....	55
Tabel 12 : Hasil Uji Statistik Regresi Parsial Sebelum dan Setelah PUP.....	57
Tabel 13 : Perbandingan Koefisien Regresi Parsial .....	58
Tabel 14 : Hasil Uji Statistik Regresi Simultan .....	60
Tabel 15 : Hasil Uji Statistik Regresi Simultan Sebelum dan Setelah PUP.....	61
Tabel 16 : Hasil Uji Statistik Regresi Simultan menurut Status Sebelum dan Setelah PUP.....	62
Tabel 17 : Koefisien Korelasi Antar Variabel.....	64
Tabel 18 : Hasil Uji Autokorelasi .....	66
Tabel 19 : Hasil Uji Normalitas.....	68

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 : Hubungan antara EPS sebagai variabel tidak bebas dengan Size, TATO, DAR, dan CyR dengan variabel bebas.....	21
Gambar 2 : Struktur Organisasi dan Kriteria Kesehatan.....	36

## **DAFTAR LAMPIRAN**

- Lampiran 1 : Uji Beda EPS BUMN – EPS BUMS
- Lampiran 2 : Rata-rata Variabel Bebas & Tak Bebas selama 6 tahun
- Lampiran 3 : Uji Regresi Earning Per Share
- Lampiran 4 : Rata-rata Variabel Bebas & Tak Bebas selama 3 tahun Sebelum PUP
- Lampiran 5 : Uji Regresi Sebelum PUP
- Lampiran 6 : Rata-rata Variabel Bebas & Tak Bebas selama 3 tahun Setelah PUP
- Lampiran 7 : Uji Regresi Setelah PUP
- Lampiran 8 : Rata-rata Variabel Bebas & Tak Bebas sebagai Variabel Dummy  
Sebelum PUP
- Lampiran 9 : Uji Regresi EPS sebagai Variabel Dummy Sebelum PUP
- Lampiran 10 : Rata-rata Variabel Bebas & Tak Bebas sebagai Variabel Dummy  
Setelah PUP
- Lampiran 11 : Uji Regresi EPS sebagai Variabel Dummy Setelah PUP
- Lampiran 12 : Uji Heteroskedastisitas EPS BUMN
- Lampiran 13 : Uji Heteroskedastisitas EPS BUMS
- Lampiran 14 : Scatter plot EPS BUMN dan BUMS

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Perkembangan ilmu, teknologi dan informasi telah melahirkan era kesejagatan (*globalization era*). Batas suatu negara menjadi hilang dan seolah menjadi negara dunia. Arus informasi tentang barang dan modal, potensi dan peluang berjalan seketika dan peristiwa apapun yang terjadi pada satu belahan akan terasa dan berpengaruh pada belahan lain. Persaingan menjadi sangat tajam dan bebas sehingga daya saing (*competitiveness*) suatu negara menjadi faktor penentu keberhasilan pembangunan ekonomi negara tersebut.

Satu penelitian tentang kemampuan daya saing negara, yang dilakukan oleh *World Economic Forum* pada tahun 1995 menunjukkan bahwa daya saing Indonesia menempati urutan ke 33, dibawah Thailand dan Malaysia, yang menduduki urutan ke 32 dan 31. (Hiro, 1996). Tolok ukur yang digunakan dalam penelitian ini adalah kekuatan ekonomi, kemampuan memasuki pasar internasional, kondisi pemerintah, sektor keuangan, prasarana dan sarana, ilmu pengetahuan dan teknologi, jumlah penduduk, serta aspek manajemen.

Bila dirinci lebih jauh tentang aspek manajemen, Indonesia menduduki ranking :

- ke 9 tentang penggajian manajemen puncak.

- ke 40 tentang tingkat produktivitas
- ke 44 tentang tingkat kewiraswastaan
- ke 35 tentang efisiensi.
- ke 38 tentang kinerja perusahaan.

Melihat rangking tersebut tampak adanya distorsi mencolok antara penggajian manajemen puncak dengan produktivitas, efisiensi dan kinerja perusahaan. Sebenarnya upaya pemerintah untuk memperbaiki efisiensi, produktivitas dan kinerja BUMN telah dimulai sejak tahun 1989, yaitu dengan dikeluarkannya Kepmenkeu No.740/1989 tentang tingkat kesehatan, yang kemudian disempurnakan dengan ketetapan No. 826/1992. Upaya tersebut dilanjutkan dengan melakukan reformasi BUMN secara menyeluruh dan konsisten dalam 3 tahap, yaitu (Tanri Abeng, 1999) :

- a. privatisasi melalui penyebaran kepemilikan perusahaan
- b. profitisasi melalui efisiensi perusahaan
- c. restrukturisasi atau peningkatan posisi daya saing perusahaan.

Melalui privatisasi, diharapkan BUMN memiliki akses dibidang sumber dana, pasar, teknologi, dan kemampuan bersaing. Dengan privatisasi diharapkan juga dapat meningkatkan efisiensi agar profitisasi dapat tercapai. Bila kedua tahap tercapai, maka tujuan restrukturisasi akan tercapai juga.

Privatisasi pada dasarnya adalah penyebaran kepemilikan dan pengendalian perusahaan kepada masyarakat luas, baik domestik maupun asing. Privatisasi mengakibatkan adanya perubahan kepemilikan, dari pemerintah menjadi milik



swasta. Dengan privatisasi pengendalian perusahaan mengalami perubahan pula akibat masuknya unsur swasta. Proses privatisasi dilakukan melalui penjualan saham, investasi langsung atau merger dengan swasta. Hingga penelitian dilakukan, baru 5 BUMN yang telah melakukan privatisasi dan semuanya dilaksanakan melalui proses penjualan saham.

Tujuan privatisasi secara khusus adalah (Sofyan A Djalil, 1999) :

- a. Meningkatkan daya guna.
- b. Meningkatkan kontribusi pajak kepada negara
- c. Meningkatkan peran sebagai penyeimbang kekuatan ekonomi
- d. Mampu berperan sebagai sarana dan prasarana membangun sumber daya manusia.

Tujuan pertama dan kedua merupakan tujuan yang diukur secara kuantitatif melalui rasio-rasio, sedang tujuan ketiga dan keempat lebih merupakan tujuan kualitatif tentang peran suatu lembaga. Keempat tujuan diatas sebenarnya merupakan tujuan Badan Usaha Milik Swasta (BUMS) juga pada saat penjualan saham dengan cara *go-public*.

Privatisasi dan *go-public* pada dasarnya sama, yaitu penjualan saham kepada masyarakat luas dalam rangka penyebaran kepemilikan dan pengendalian; hanya istilah privatisasi digunakan di BUMN dan *go-public* digunakan di BUMS. Kedua istilah digunakan sebagai bentuk Penawaran Umum Perdana (PUP) dan PUP dapat dilakukan melalui Bursa Efek Jakarta (BEJ) atau melalui Bursa Efek Surabaya (BES).

Membandingkan kondisi BUMN dan BUMS sangat menarik untuk dikaji. Satu penelitian tentang *return* saham BUMN dan BUMS di beberapa negara tampak sebagai berikut (Dewenter, 1997) :

Tabel 1  
Perbandingan Rata-rata Return  
Private Owned Company dan State Owned Company  
Di Beberapa Negara

No	Country	Private Owned Comp. Average Return	State Owned Comp Average Return	Difference Average Return
1.	Canada	9,3 %	2,5 %	6,8 %
2.	France	4,2 %	11,4 %	( 7,2 % )
3.	Hungary	14,9 %	14,9 %	0,0 %
4.	Japan	32,5 %	16,0 %	16,5 %
5.	Malaysia	80,3 %	52,2 %	28,1 %
6.	Thailand	58,1 %	46,6 %	11,5 %
7.	U. Kingdom	12,0 %	18,0 %	( 6,0 % )

Sumber : The Journal of Finance, 1997.

Dari Tabel 1 tampak rata-rata *return* BUMN dan BUMS memiliki pola berbeda. Di Hongaria, sebuah negara sosialis, rata-rata *return* keduanya sama, yaitu 14,9 %. Di beberapa negara Asia, rata-rata *return* BUMS lebih besar dibanding di BUMN, sedang di Inggris dan Perancis menunjukkan rata-rata *return* BUMN lebih besar dibanding . BUMS. Canada, sekalipun merupakan anggota Negara Persemakmuran, ternyata rata-rata *return* BUMS lebih tinggi dibanding BUMN, sesuatu yang berbeda dengan United Kingdom.

Penelitian lain tentang *return* saham BUMS sebelum dan setelah *go-public* menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara kedua periode tersebut. Diduga hal tersebut timbul karena adanya *window-dressing* sebelum *go-public* (Payamta, 1999). Kedua penelitian tersebut di atas diarahkan pada *return* saham, satu hal yang menjadi orientasi investor dalam mengatur portofolio investasinya. Disamping memperhatikan *return* saham, investor menaruh perhatian pula terhadap kinerja perusahaan pada masa lalu dan masa kini, untuk memprediksi kinerja masa datang dalam rangka pengambilan keputusan tentang portofolio yang akan dipilih. (FASB, 1990).

Dalam penelitian ini fokus perhatian diarahkan pada kinerja perusahaan, yaitu *Earning Per Share* (EPS), baik sebelum maupun setelah PUP, beserta faktor-faktor yang mempengaruhinya. EPS sebagai tolok kinerja perusahaan banyak digunakan para peneliti (Ball dan Brown, 1986; Beaver dan Dukers, 1972; Watts dan Zimmerman, 1968; Payamta, 1999) dan dapat digunakan pula sebagai prediktor besarnya *return* saham. Data rata-rata EPS BUMN dan BUMS 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP tampak sebagai berikut :

Tabel 2  
Rata-rata EPS BUMN dan BUMS  
3 tahun Sebelum dan 3 tahun Sesudah PUP  
(dalam Rp)

Perusahaan	Rata-rata Sebelum PUP			Rata-rata Sesudah PUP		
	n-3	n-2	n-1	n+1	n+2	n+3
BUMN	456,6	540,4	1028,6	323,0	305,8	276,2
BUMS	118,4	321,2	336,0	286,2	211,1	120,9

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 2 tersebut tampak rata-rata EPS BUMN lebih tinggi dari EPS BUMS, baik sebelum maupun setelah PUP dan rata-rata EPS kedua Badan Usaha menurun setelah PUP. Hal inilah yang mendorong peneliti lain menarik kesimpulan adanya *window-dressing* sebelum PUP (Payamta, 1999).

## 1.2. Rumusan Masalah

Dengan memperhatikan uraian diatas, rumusan masalahnya adalah.:

- a. Rata-rata EPS BUMN dan Rata-rata EPS BUMS setelah PUP lebih rendah dibanding sebelum PUP, sehingga tujuan dilakukan PUP tidak berhasil optimal.
- b. Rata-rata EPS BUMS selalu lebih rendah dibanding Rata-rata EPS BUMN. Apakah kondisi tersebut mencerminkan perbedaan intrinsik keduanya atau tidak, perlu dikaji faktor-faktor yang mempengaruhinya.

## 1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dimuka, tujuan penelitian ini adalah untuk :

- a. Melakukan analisis perbedaan EPS BUMN dan EPS BUMS sebelum dan setelah PUP.
- b. Melakukan analisis tentang pengaruh faktor-faktor eksternal dan internal terhadap EPS baik sebelum maupun setelah PUP.
- c. Melakukan analisis tentang perbedaan status BUMN dan BUMS dilihat dari faktor-faktor eksternal dan internal yang mempengaruhi EPS.

#### 1.4. Kegunaan Penelitian

Dari penelitian diharapkan dapat berguna :

- a. Bagi pemerintah, sebagai masukan dalam pengambilan keputusan privatisasi BUMN
- b. Bagi investor, sebagai masukan dalam penetapan portofolio saham BUMN atau BUMS.
- c. Bagi Manajer BUMN atau BUMS, memberikan dasar pemahaman tentang karakter kinerja masing-masing.
- d. Bagi peneliti lain, sebagai masukan dalam pengembangan penelitian selanjutnya.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1. Telaah Pustaka

Dalam penelitian terdahulu, banyak diarahkan dari sudut pandang investor yaitu *return* saham. Para peneliti menyimpulkan harga saham pada IPO relatif lebih murah dibanding setelah IPO, sehingga memberikan *abnormal return positif* (Rock, 1986; Barry dan Jennings, 1993; Husnan, 1994).

Membandingkan *return* saham BUMN dan BUMS, para peneliti menyimpulkan bahwa saham BUMN memberikan *return* lebih besar dibanding saham BUMS, bahkan hingga mencapai 32 % (Dewenter dan Molatesta, 1997; Eiteman, Stonchell dan Maffet, 1995). Para peneliti tampak sependapat hal tersebut diakibatkan oleh proses pembentukan harga saham IPO yang sangat tergantung pada perundingan antara *emiten* dengan *underwriter*. *Emiten* tidak memiliki informasi lengkap tentang kondisi pasar dibanding *underwriter* sehingga memiliki posisi lebih kuat dalam negoisasi dengan *emiten*.

Penelitian ini diarahkan pada sudut pandang kinerja perusahaan yang diukur dengan EPS. Sudut pandang ini didasarkan atas pertimbangan bahwa laba tahunan mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham ataupun *return* saham. Bahkan bila dibandingkan dengan arus kas sebagai unsur prediktor, laba masih merupakan prediktor lebih baik dibanding arus kas (Ball dan Brown, 1968; Watts dan Zimmerman, 1968; Cornell dan Landsman, 1989; Parawiyati dan Zaki, 1998; Miswanto dan Husnan, 1999).

Dengan sudut pandang tersebut, diharapkan akan memberikan kontribusi terhadap pemahaman tentang pembentukan harga saham pada IPO beserta sebab-sebab yang mempengaruhinya.

## 2.2. Kinerja Perusahaan

Sebagai bentuk pertanggungjawaban manajemen terhadap pihak *stakeholder*, tiap tahun dibuat laporan keuangan yang terdiri dari neraca, laporan laba rugi, laporan arus kas, laporan saldo laba, dan mulai awal tahun 2000, harus dibuat pula laporan laba per lembar (*EPS Statement*). Dari laporan keuangan tersebut dapat dianalisis berbagai macam rasio keuangan untuk menilai aspek-aspek (Farid, 1998) :

- a. liquidity
- b. leverage
- c. activity
- d. profitability
- e. growth
- f. valuation

Aspek likuiditas memberi gambaran tentang kemampuan perusahaan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Tolok ukur yang digunakan adalah *current ratio*, *quick ratio* dan lain-lain.

Aspek *leverage* memberi gambaran tentang seberapa besar operasi perusahaan dibiayai dari hutang. Tolok ukur yang sering digunakan adalah *debt to equity ratio* atau *debt to total assets ratio*.

Aspek *activity* memberi gambaran tentang efisiensi pengelolaan sumber-sumber dana yang ada dan tolok ukur yang digunakan adalah perputaran, seperti *total assets turn over*, *receivable turn over* dan lain-lain.

Aspek laba memberi gambaran tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari sumber-sumber ekonomis yang dimilikinya. Tolok ukur yang digunakan adalah *gross profit margin*, *rate on assets* dan sebagainya. IAI baru menetapkan keharusan laporan laba per lembar (*EPS Statement*) pada awal tahun 2000, yaitu dengan ditetapkannya PSAK No. 56/1999. Sekalipun demikian pelaporan tentang EPS pada perusahaan-perusahaan yang akan dan telah go-public sudah dilakukan Kantor Akuntan Publik sejak lama.

Aspek *growth* (pertumbuhan) memberi gambaran tentang kemampuan dalam bersaing dengan perusahaan sejenis. Tolok ukur yang digunakan adalah *market share* dan rasio industri. Aspek *valuation* (penilaian) memberi gambaran tentang nilai pasar perusahaan dibanding dengan biaya modal. Tolok ukur yang digunakan adalah *price earning ratio* dan *market to book ratio*.

Tolok ukur di atas menggambarkan tentang beberapa aspek secara terpisah-pisah dan untuk menilai kinerja perusahaan secara keseluruhan dikembangkan tolok ukur yang lain yaitu CAMEL dan EAGLE untuk dunia perbankan serta *Candidate Model Selection* (CMS) untuk BUMN. *Earning per share* (EPS) sebenarnya telah menggambarkan kinerja perusahaan secara keseluruhan, sekalipun tidak memberi gambaran tentang pertumbuhan (*growth*) dan penilaian (*evaluation*). EPS dapat digunakan pula sebagai dasar pemberian bonus kepada manajemen atas



kemampuannya mengelola perusahaan. Program penilaian yang mendasarkan pada EPS adalah *Short-term Incentive Plan* dan *Long-term Incentive Plan* (Farid, 1998).

## 2.3. Earning Per Share (EPS)

### 2.3.1. Arti dan Jenis EPS

EPS adalah ukuran kinerja perusahaan yang dihitung dengan cara membagi laba bersih setelah pajak dengan jumlah saham biasa yang beredar dan secara matematis dihitung dengan rumus :

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT}}{\text{C S}}$$

EAT singkatan dari *earning after tax* dan CS adalah *common stock*.

EPS selalu berkaitan dengan saham biasa dan tidak berkaitan dengan saham preferen, karena saham biasa mempunyai kedudukan sebagai pihak akhir yang akan menikmati laba atau menderita rugi. Saham preferen memiliki hak lebih dibanding saham biasa, berupa dividen tetap. Dividen tetap saham preferen telah ditentukan lebih dulu, sehingga fungsi dividen tersebut diperlakukan sebagai *cost of capital* saham preferen. Dividen saham preferen dapat berbentuk *non cumulative dividend*, *cumulative* ataupun *fully participating dividend*. Bila terdapat saham preferen, maka cara menetapkan besarnya EPS menjadi :

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT} - \{ \text{Div.PS} (1-t) \}}{\text{C S}}$$

Beberapa instrumen sekuritas modal, yang dapat mempengaruhi besarnya EPS adalah *right*, *option* dan *warrant*. *Right* merupakan instrumen sekuritas modal yang di berikan kepada para pemegang saham lama, sedang *option* dan *warrant* merupakan instrumen sekuritas modal yang diberikan kepada karyawan perusahaan dan pihak-pihak lain seperti pemegang obligasi, kreditur, ataupun pihak-pihak terkait dalam perjanjian kerja sama. Masing-masing hak diatas dibatasi waktu penggunaannya, sehingga banyaknya saham biasa yang beredar dari waktu kewaktu dapat berubah. Oleh karenanya dalam menghitung besarnya EPS, harus digunakan dengan metoda rata-rata tertimbang (*Weighted Avarage Common Stock*) sebagai berikut (Chasteen, 1989) :

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT}}{\text{WA CS}}$$

Dengan memperhatikan berbagai macam instrumen sekuritas modal dan hutang di atas, perhitungan EPS dibagi menjadi dua (Welsh, 1986) yaitu :

- a. primary EPS
- b. fully diluted EPS

*Primary EPS* adalah EPS yang hanya memperhitungkan kemungkinan timbulnya penukaran *common stock equivalent*, yaitu *option*, *warrant*, *right* dan *convertible securitas* lain. *Fully diluted EPS* adalah EPS yang lebih konservatif dengan memperhitungkan kemungkinan maksimal terjadinya penukaran sekuritas lain, yaitu hutang obligasi, kontrak-kontrak dan hak-hak yang memungkinkan para pemiliknya untuk menukarkan instrumen tersebut dengan saham biasa.

Perkembangan pesat dalam instrumen sekuritas di AS mendorong *Financial Accounting Standard Board* menetapkan APB Opinion No. 15 beserta interpretasinya (FASB, 1990/1991). Ketentuan yang sama ditetapkan pula oleh Ikatan Akuntan Indonesia dengan PSAK No. 56 tentang Laba Per Lembar.

Dalam praktek EPS yang dilaporkan oleh perusahaan *go-public* ternyata berbeda antara sebelum dan setelah *go-public* (Bapepam, 1998). Sesuai dengan ketentuan Bapepam, tiap perusahaan yang *go-public* harus menyajikan laporan keuangan yang diaudit Akuntan Publik untuk periode 2 tahun sebelumnya. Dalam laporan tersebut, EPS disajikan dalam dua jenis, yaitu EPS laba operasi dan EPS laba bersih sebelum pajak.

Setelah *go-public*, hanya ada satu EPS yang disajikan yaitu EPS laba bersih setelah pajak. Hal ini dapat dimaklumi, karena instrumen sekuritas yang ada pada perusahaan *go-public* masih sederhana yaitu hanya ada satu jenis saham. Perkembangan setelah krisis memunculkan kondisi lain berupa kebijakan *debt to equity swap*, yang berarti munculnya konversi hutang, sehingga PSAK diatas dapat diterapkan pada tahun-tahun berikutnya.

### 2.3.2. Maksud Perhitungan dan Penyajian EPS

EPS merupakan data penting yang diperlukan para investor, kreditur dan pihak-pihak luar untuk menilai kinerja perusahaan pada masa lalu, sekarang dan memprediksinya dimasa depan (Chasteen, 1989). Di Amerika Serikat ternyata penyajian EPS mengalami perkembangan yang cukup menarik untuk dikaji.

Sebelum tahun 1960, *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) tidak mengharuskan adanya perhitungan dan penyajian EPS dan data EPS hanyalah sebagai data suplemen dalam laporan tahunan. Pada pertengahan tahun 1960 kebutuhan data EPS semakin meningkat, sehingga baru pada tahun 1966 dikeluarkanlah APB Opinion No. 9, yang memberikan petunjuk cara perhitungan dan penyajiannya dalam Laporan Laba Rugi.

Pada tahun 1969, dikeluarkan APB Opinion No. 30 yang menjelaskan agar ada perhitungan dan penyajian EPS untuk kegiatan yang masih berjalan (*continuity activities*). Kemudian pada tahun 1978, ditetapkan ketentuan baru agar dalam perhitungan EPS, dimasukkan pengaruh seluruh sekuritas yang dikeluarkan dan yang disimpan perusahaan (*treasury stock*). Ketentuan ini dijadikan dasar bagi *Security Exchange Commission* (SEC) untuk diterbitkannya peraturan No. 55 dan No. 85 pada tahun 1985.

Ketentuan yang sama ditetapkan Bapepam kepada seluruh perusahaan yang akan *go-public* agar menyajikan EPS laba operasi dan EPS laba bersih setelah pajak, sebagai bagian dari Laporan Laba Rugi.

#### 2.3.4. Faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya EPS

Besarnya EPS dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu :

1. besaran perusahaan
2. nisbah hutang
3. Efisiensi
4. ekonomi makro

Ketiga faktor pertama menggambarkan kondisi internal perusahaan, sedang faktor keempat menggambarkan kondisi eksternal yang mempengaruhi besarnya EPS.

Besaran perusahaan (*size*) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk beroperasi secara ekonomis (*economic of scale*). Ada kecenderungan, hingga tingkat tertentu semakin besar perusahaan akan semakin efisien operasinya, sehingga laba bersih akan semakin meningkat dan akibatnya EPS menjadi semakin besar. Tolok ukur besarnya perusahaan dilihat dari *total assets* yang ada dan dirumuskan :

$$\text{Size} = \text{Total Assets}$$

Nisbah hutang (*leverage ratio*) menggambarkan besarnya dana pinjaman yang digunakan untuk membiayai operasi perusahaan. Semakin besar pinjaman, akan semakin besar pula beban bunga yang ditanggung dan akhirnya akan semakin menekan besarnya EPS.

Ada 4 cara untuk mengukur nisbah hutang, yaitu (Farid, 1990) :

1. debt to total assets ratio
2. coverage ratio
3. fixed charge coverage
4. cash flow coverage

*Debt to total assets ratio* (DAR) menggambarkan seberapa besar total aktiva dibiayai oleh hutang. Yang dimaksud dengan hutang adalah hutang jangka panjang, berupa kredit investasi ataupun obligasi. DAR dihitung dengan rumus :

$$\text{DAR} = \frac{\text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

*Coverage ratio* menggambarkan berapa kali beban bunga (*interest expenses*) dapat ditutup dari laba sebelum pajak dan bunga. Ratio ini penting dalam menentukan kebijakan sumber dana, apakah berasal dari pinjaman atau modal sendiri. Bila sumber dana berasal dari pinjaman, tingkat bunga berapa yang dapat dipikul sehingga tidak menurunkan EPS. Bila tingkat bunga lebih rendah dari EPS sebelumnya, maka pengambilan pinjaman baru tidak akan menurunkan EPS yang akan datang. Bila kondisi sebaliknya yang diambil, jelas EPS yang akan datang akan turun. *Coverage ratio* dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Cov.R} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expenses}}$$

*Fixed charge coverage* menggambarkan berapa kali beban bunga dan *leasing expenses* ditutup dari laba sebelum pajak dan bunga. Ratio ini penting dalam menetapkan kebijakan sumber dana, bukan saja dari sumber pinjaman tetapi juga dengan cara *leasing*. Umumnya ratio ini digunakan untuk membiayai ekspansi dalam bentuk penambahan aktiva tetap. *Fixed charge coverage* dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{FCC} = \frac{\text{EBIT} + \text{Leasing Expenses}}{\text{Interest} + \text{Leasing Expenses}}$$

Cara terakhir adalah *Cash Flow Coverage* (CFC). Apabila dua cara terakhir di atas dihitung atas dasar konsep akuntansi dan didasarkan pada data Laporan Laba Rugi (*Income Statemen*), maka CFC mendasarkan pada konsep aliran kas (*cash flow*), sehingga betul-betul mengabaikan masalah *accrual* dan *deffered*. Segala biaya dan pendapatan diukur dari timbulnya aliran kas dan bukan dari timbulnya hak dan kewajiban. Disamping itu, CFC memasukkan pula aliran kas untuk pembayaran

dividen saham preferen dan angsuran pokok pinjaman. CFC dirumuskan sebagai berikut :

$$CFC = \frac{\text{Net Inflow before interest \& leasing charges}}{\frac{\text{Fixed Charges} + \text{Dividen Pref. Stock} + \text{Debt Payment}}{(1-t)}}$$

Dari rumus-rumus diatas tampak perhitungan nisbah hutang dapat diukur dengan berbagai macam cara dengan memperhatikan kondisi perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya. Dua cara terakhir, FCC dan CFC dapat digunakan dalam perusahaan yang membiayai operasinya dengan *leasing*. Cara ketiga, digunakan pada perusahaan yang menerbitkan saham preferen untuk membiayai kegiatannya. Dengan demikian kedua cara tersebut tidak dapat dipakai bagi perusahaan yang tidak menerbitkan saham preferen ataupun melakukan *leasing*.

Dua cara pertama, yaitu DAR dan Cov.R, dapat digunakan sebagai tolok ukur nisbah hutang, tanpa memperhatikan apakah perusahaan menerbitkan saham preferen atau melakukan *leasing*. Diantara kedua cara ini, DAR merupakan cara yang paling sederhana dan banyak digunakan dalam analisis keuangan, termasuk yang digunakan dalam BEJ dan BES (BEJ 1998). Sayangnya, perhitungan DAR dalam laporan keuangan yang dipublikasikan sering rancu dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Sebenarnya DAR ataupun DER merupakan cara yang menghasilkan kesimpulan sama tentang nisbah hutang, hanya basis penghitungannya yang sedikit agak berbeda. DAR dihitung dengan basis total assets sedang DER dihitung dengan *basis total equitas*. Bila nilai DAR tinggi, maka nilai DER menunjukkan tinggi pula,

demikian bila sebaliknya. Inilah yang mengakibatkan data di BEJ tentang nisbah hutang menjadi rancu. DER dirumuskan :

$$\text{DER} = \frac{\text{Debt}}{\text{Equities}}$$

Dalam penelitian ini, nisbah hutang diukur dengan DAR dan kerancuan data dalam laporan keuangan yang dipublikasikan Bapepam terpaksa dilakukan koreksi, agar ada kesamaan cara perhitungannya.

Efisiensi sebagai faktor ketiga yang mempengaruhi EPS dimaksudkan sebagai tolok ukur pengelolaan *total assets*, piutang, dan persediaan, untuk menghasilkan *revenue* (pendapatan). Kebijakan efisiensi diwujudkan dalam kebijakan-kebijakan penjualan (pendapatan), piutang, produksi serta persediaan. Oleh karenanya ukuran efisiensi dinyatakan dalam berbagai jenis perputaran (*turnover*) dengan penjualan sebagai titik sentralnya. Semakin efisien operasi perusahaan, akan semakin besar *earning* yang diperoleh. Indikator efisiensi yang sering digunakan adalah :

- a. Total Assets Turnover (TATO)
- b. Receivable Turnover (RTO)
- c. Inventory Turnover (ITO)

TATO menggambarkan tentang lamanya *total assets* dapat dibiayai dari penjualan. Semakin kecil TATO, berarti semakin lama total aktiva dapat kembali dari hasil penjualan. TATO dihitung dengan rumus :

$$\text{TATO} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$



RTO menggambarkan lama suatu piutang berubah menjadi kas dan RTO mengidentifikasi kebijakan jangka waktu pembayaran piutang dan kemampuan menagih perusahaan. Semakin kecil RTO, berarti semakin lama jangka waktu pembayaran atau semakin lemah kemampuan menagih. RTO dihitung dengan rumus:

$$\text{RTO} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Receivables}}$$

ITO menggambarkan kebijakan persediaan yang ada agar penjualan dapat berjalan lancar. Penetapan jumlah persediaan dipengaruhi oleh kesediaan barang oleh pemasok dan tren perkembangan harga. Semakin kecil ITO, berarti semakin besar persediaan yang ada dan semakin lama persediaan itu disimpan. ITO dihitung dengan rumus :

$$\text{ITO} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Inventories}}$$

Bagi perusahaan industri, ITO dibedakan antara ITO barang jadi dan ITO bahan baku. Rumus ITO di atas adalah ITO barang jadi sedang ITO bahan baku dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{ITO} = \frac{\text{C G S}}{\text{Av. Inv. of Raw Material}}$$

Perusahaan yang efisien dalam pengelolaan sumber ekonominya adalah perusahaan yang ketiga perputarannya besar, berarti sumber ekonomi yang digunakan menghasilkan *revenue* besar. Semakin kecil sumber ekonomi yang digunakan menunjukkan perusahaan semakin efisien.

Bila dikaitkan dengan jenis usahanya, tidak semua perusahaan mempunyai ketiga perputaran tersebut. Hanya perusahaan industri dan dagang saja yang memiliki TATO, RTO, dan ITO. Perusahaan jasa, seperti perbankan, asuransi, telekomunikasi dan jasa-jasa lain tidak memiliki ITO, karena persediaan yang dimiliki perusahaan jasa hanyalah persediaan *supplies* ataupun prasarana untuk tujuan pelayanan jasa tersebut. Perusahaan telekomunikasi dan sejenisnya memiliki RTO, karena piutang jasa telekomunikasi timbul dari penjualan jasa telekomunikasi sedang jasa perbankan tidak memiliki RTO, karena pendapatannya berupa bunga sedang piutangnya berupa pinjaman. Dengan demikian ada tidaknya ketiga rasio tersebut, sangat dipengaruhi oleh jenis usahanya.

Dalam penelitian ini hanya digunakan satu ukuran efisiensi yaitu TATO. Hal ini didasarkan atas pertimbangan bahwa sampel dalam penelitian, terdiri dari berbagai jenis perusahaan dengan usaha yang beraneka macam, yaitu industri, perdagangan, perbankan, telekomunikasi, hotel dan sebagainya. Rasio perputaran yang ada pada semua perusahaan tersebut adalah TATO sebagai ukuran efisiensi penggunaan sumber ekonomi.

Faktor keempat yang mempengaruhi EPS adalah kondisi ekonomi makro. Kondisi ekonomi makro berpengaruh terhadap kondisi internal perusahaan sehingga hal tersebut berpengaruh pula terhadap laba bersih. Pengaruh kondisi ekonomi makro terhadap laba bersih ditunjukkan oleh rasio siklus atau *cyclical ratio* (Dewenter, 1997). Ratio siklus dihitung dengan membagi perubahan laba bersih setelah pajak dengan perubahan produk domestik bruto. Secara matematis rasio siklus dihitung dengan rumus :

$$\text{Cyc. Ratio} = \frac{\Delta \text{ EAT}}{\Delta \text{ GDP}}$$

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

Dalam penelitian ini variabel yang diteliti adalah perubahan *Earning Per Share* (EPS) BUMN dan BUMS :

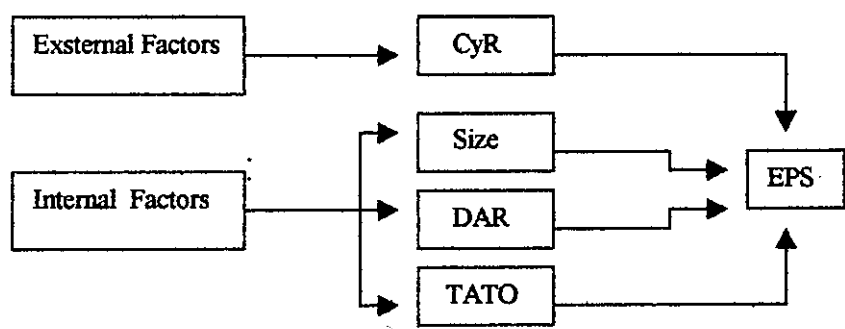
- a. 3 tahun sebelum PUP (Penawaran Umum Perdana)
- b. 3 tahun setelah PUP (Penawaran Umum Perdana)

Untuk mengetahui perubahan EPS sebagai variabel dependen digunakan tolok ukur berikut sebagai variabel independen :

- a. Size
- b. Debt to Total Assets Ratio (DAR)
- c. Total Assets Turnover (TATO)
- d. Cyclicity Ratio (CyR)

Hubungan antara EPS sebagai dependent variable dengan independent variable dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 1



2.5. Hipotesis

Untuk mencapai tujuan penelitian pertama disusun hipotesis sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : Ada perbedaan signifikan antara EPS BUMN sebelum dan setelah PUP.

H<sub>2</sub> : Ada perbedaan signifikan antara EPS BUMS sebelum dan setelah PUP.

Untuk mencapai tujuan penelitian kedua dan ketiga disusun hipotesis :

H<sub>3</sub> : Ada pengaruh signifikan masing-masing faktor-faktor eksternal dan internal terhadap EPS.

H<sub>4</sub> : Ada pengaruh signifikan keseluruhan faktor-faktor eksternal dan internal terhadap EPS.

H<sub>5</sub> : Ada perbedaan signifikan status BUMN dan BUMS terhadap EPS masing-masing.

## 2.6. Definisi Operasional

Pengertian dan tolok ukur masing-masing variabel dapat dijelaskan sebagai berikut :

### a. Kondisi Ekonomi Makro

Kondisi ekonomi makro adalah gambaran keadaan ekonomi Indonesia yang diukur dari *Gross Domestic Product* (GDP), yaitu jumlah produksi barang dan jasa yang dihasilkan selama satu tahun, baik dari sektor publik maupun privat

Seberapa luas pengaruh kondisi makro ekonomi terhadap perusahaan dijabarkan dalam *cyclicality ratio* (Brealey and Myers, 1991), yang dihitung dengan membagi perubahan laba perusahaan dengan perubahan GDP. Laba yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba bersih setelah pajak (EAT) yang dipublikasikan oleh Bapepam.

### b. Size

Size adalah besaran perusahaan untuk menjalankan operasinya dan diukur dengan besarnya total aktiva yang dimilikinya. Data *size* diambil dari laporan masing-masing perusahaan yang dipublikasikan oleh Bapepam.

c. Leverage

*Leverage* adalah nisbah hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan, baik aktiva lancar, aktiva tetap maupun aktiva lainnya. Ukuran Nisbah hutang yang sering dipakai dalam analisis keuangan diukur dengan 2 cara yaitu, yaitu perbandingan antara jumlah hutang dengan modal (DER) atau perbandingan antara jumlah hutang dengan total aktiva (DAR).

Dalam penelitian ini digunakan salah satu tolok ukur yaitu DAR, karena DAR ataupun DER memberikan hasil kesimpulan yang sama.

Dalam laporan yang dipublikasikan Bapepam, sering dijumpai adanya kekeliruan cara perhitungan tersebut, sehingga dalam penelitian ini dilakukan pembetulan-pembetulan data yang dipublikasikan agar diperoleh konsistensi perhitungan antar perusahaan.

d. Efisiensi

Efisiensi adalah ukuran pemanfaatan *input* (aktiva) untuk menghasilkan *output* (pendapatan). Dalam manajemen keuangan efisiensi diukur dari tingkat perputaran (*turnover*), yaitu perputaran piutang (RTO), perputaran persediaan (ITO), dan perputaran total aktiva (TATO). Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini terdiri dari perusahaan yang bergerak dibidang perdagangan, manufakturing, jasa perbankan, telekomunikasi dan lain-lain, sehingga perputaran yang selalu ada pada setiap bidang usaha adalah perputaran total aktiva (TATO).

TATO dihitung dengan cara membagi penjualan (pendapatan) dengan total aktiva. Data penjualan (pendapatan) dan total aktiva diambil dari laporan yang dipublikasikan oleh Bapepam.

e. EPS

EPS adalah gambaran prestasi kerja perusahaan, yang dihitung dengan membagi laba bersih setelah pajak (EAT) dengan jumlah saham yang beredar.

Karena sumber pembiayaan dari hutang masih relatif sederhana, yang ditandai dengan tidak adanya hutang-hutang, kontrak-kontrak dan hak-hak yang dikonversikan dengan saham, maka EPS yang digunakan adalah EPS saham biasa dan tidak memperhitungkan EPS *fully diluted*.

Kesederhanaan lain tampak yaitu tidak adanya saham-saham preferen yang menetapkan dividen minimum, sehingga EAT yang digunakan adalah EAT tanpa koreksi apapun. Data EPS diambil dari laporan yang dipublikasikan oleh Bapepam.

### BAB III

#### METODA PENELITIAN

##### 3.1. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian dilakukan terhadap BUMN dan BUMS, dengan data 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah Penawaran Umum Perdana (PUP). Pemilihan jangka waktu 3 tahun setelah Penawaran Umum Perdana didasarkan atas pertimbangan ada 2 BUMN yang telah PUP lebih dari 3 tahun dan sisanya sejumlah 3 BUMN baru 3 tahun melakukan PUP. Dengan penetapan 3 tahun, maka semua BUMN dapat tercakup semuanya.

Pemilihan 3 tahun sebelumnya didasarkan atas pertimbangan adanya ketentuan Bapepam, bahwa laporan keuangan yang akan PUP harus menyajikan laporan keuangan 2 tahun berturut-turut dan harus memperoleh laba. Sesuai PSAK No.1 maka tiap laporan harus berbentuk komparasi, sehingga data di Bapepam dan BEJ meliputi 3 tahun sebelum PUP.

##### 3.2. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah besaran perusahaan (*size*), *debt to total assets ratio* (DAR), *total assets turnover* (TATO), *cyclicality ratio* (CyR) dan *earning per share* (EPS), 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah PUP.

Data *size*, DAR dan TATO 3 tahun setelah PUP diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* 1998, (Bapepem, 1999), sedang data *size*, DAR dan TATO

UPT-RUSTAK-UNDIP

setelah PUP diambil dari Laporan Audit Kantor Akuntan Publik, yang dipublikasikan Bapepam. Data CyR diperoleh dari pengolahan data sekunder dengan sumber *Indonesian Capital Market Directory* 1998. Laporan Audit Kantor Akuntan Publik yang dipublikasikan Bapepam serta Biro Pusat Statistik.

### 3.3. Populasi dan Sampel

#### a. Populasi

Populasi dalam penelitian ini terdiri dari 280 perusahaan *go-public*, terdiri dari sektor :

- Aggriculture, Forestry and Finishing	3	perusahaan
- Animal Feed and Husbandry	6	perusahaan
- Mining and Mining Service	6	perusahaan
- Construction	1	perusahaan
- Manufacturing	146	perusahaan
- Transportation Service	7	perusahaan
- Communication	2	perusahaan
- Whole Sale and Retail	8	perusahaan
- Banking	31	perusahaan
- Credit Agencies Other Than Banks	14	perusahaan
- Securities	3	perusahaan
- Insurence	11	perusahaan
- Real Estate and Property	28	perusahaan



- Hotel and Travel Service	7	perusahaan
- Others	7	perusahaan
<hr/>		
Jumlah	280	perusahaan
BUMN	5	perusahaan
<hr/>		
BUMS	275	perusahaan

Kelima BUMN tersebut adalah PT. Semen Gresik, PT. Tambang Timah, PT. Indosat, PT. Telkom, dan PT. Bank BNI.

b. Sampel

Sebagaimana diuraikan diatas jumlah BUMN yang telah melakukan privatisasi ada 5 perusahaan dan seluruhnya diambil sebagai objek penelitian ini. Dengan demikian terhadap BUMN tidak dilakukan pengambilan sampel. BUMS yang berjumlah 275 perusahaan terdiri dari 45 perusahaan yang paling *likuid*, yaitu yang selalu terjadi transaksi di bursa efek, dan 235 perusahaan yang *non likuid*. Kelompok perusahaan yang *likuid* dan dipublikasikan Bapepam dikenal sebagai LQ 45.

Pengambilan sampel dilakukan dengan memilih secara acak (*purposive random sampling technique*) 25 perusahaan, yang sahamnya selama 3 tahun berturut-turut setelah PUP tercatat sebagai LQ 45.

Karena saham 5 BUMN selalu masuk dalam LQ 45, maka perusahaan yang menjadi objek penelitian berjumlah 30 buah dari 45 atau 67 % dan hal

tersebut memenuhi syarat penggambaran (*representative*) dari perusahaan yang ada.

#### c. Pengumpulan Data

Untuk keperluan penelitian ini, data dikumpulkan dengan cara pengutipan dari *Indonesian Capital Market Directory* 1998, untuk 3 tahun setelah PUP, dan Laporan Auditor Kantor Akuntan Publik, untuk 3 tahun sebelum PUP. Kedua sumber data dipublikasikan oleh Bapepam.

Data GDP dikumpulkan dengan cara pengutipan dari Biro Pusat Statistik dan data *cyclical ratio* diperoleh dari pengolahan data sekunder yang dikutip dari ketiga sumber diatas.

### 3.4. Metoda Analisis Data

Setelah pengukuran masing-masing variabel, selanjutnya dilakukan pengujian statistik untuk membuktikan hipotesis 1 dan 2. Perbandingan EPS sebelum dan setelah PUP dilakukan, baik terhadap EPS BUMN maupun EPS BUMS. Uji beda (*t test*) digunakan untuk mengevaluasi perlakuan (*treatment*) tertentu pada dua pengamatan, yaitu sebelum dan setelah PUP. Pengujian didasarkan pada besarnya perbedaan pada dua pengamatan dan dimaksudkan untuk membuktikan adanya signifikansi perbedaan EPS sebelum dan setelah PUP. Secara matematis, uji statistik dirumuskan sebagai berikut :

$$t_{hit} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{(n_1 + n_2 - 2)}} \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

Dimana :

$\bar{x}_1$  : rata-rata EPS sebelum PUP

$\bar{x}_2$  : rata-rata EPS setelah PUP

$S_1$  : standar deviasi sebelum PUP

$S_2$  : standar deviasi setelah PUP

$n_1$  : jumlah sampel sebelum PUP

$n_2$  : jumlah sampel setelah PUP

Dari uji statistik tersebut, diperoleh 2 kesimpulan yaitu kesimpulan tentang signifikansi perbedaan EPS BUMN dan signifikansi perbedaan EPS BUMS.

Uji statistik untuk pengujian hipotesis 3, 4 dan 5 digunakan analisis regresi dan korelasi dengan  $t_{test}$  dan  $F_{test}$  pada alpha 5 %. Model regresi yang dipakai dalam penelitian ini merupakan bagian dari model ekonometrika, yang dilakukan dengan menggeneralisasikan fungsi regresi populasi, yang kemudian ditransformasikan menjadi model regresi berganda sebagai berikut :

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana :

$Y$  = earning per share (EPS), dalam Rp

$X_1$  = size, dalam jutaan Rp

$X_2$  = debt to total assets ratio (DAR)

$X_3$  = total assets turnover (TATO)

$X_4$  = cyclical ratio (CyR)

$a$  = konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  = parameter regresi

$e$  = error.

Pengujian terhadap koefisien determinasi regresi parsial dilakukan dengan uji  $t$  pada tingkat keyakinan sebesar 95 % dan  $df = n-k$ , sedang pengujian terhadap koefisien determinasi regresi simultan dilakukan dengan uji  $F$  pada alpha 5 % dan  $df = n-k$ .

Untuk menguji validitas model regresi digunakan evaluasi ekonometrika, sehingga diketahui ada tidaknya penyimpangan-penyimpangan asumsi klasik. Dengan kata lain apakah model tersebut memenuhi persyaratan BLUE (*Best, Linier, Unbiased, Effecient Estimator*). Model regresi hendaknya terbebas dari penyimpangan-penyimpangan ekonometrika, yaitu *multikoloniarity*, *heteroscedasticity* dan *autocorelation*.

Untuk mengetahui kemungkinan adanya autokorelasi, dilakukan pengujian terhadap nilai *Durbin Watson* dengan menggunakan statistik yang didasarkan pada estimasi residual. Kriteria yang digunakan adalah (Gujarati, 1997) :

$d < d_1$	= Ho ditolak
$d > 4-d_1$	= Ho ditolak
$d_u < d < 4-d_u$	= Ho diterima
$d_1 \leq d \leq d_u$	= Pengujian tidak meyakinkan
$4-d_u \leq d \leq 4-d_1$	= Pengujian tidak meyakinkan

Adanya multikoloniaritas dapat ditandai dengan (Hair, 1995) :

1. Nilai faktor varian sebesar 4 atau lebih dan pengujian koefisien determinasi regresi simultan (Uji F) adalah nyata, tetapi pengujian koefisien determinasi regresi partial (Uji t) adalah tidak nyata.
2. Memeriksa *corelation matrix* variabel-variabel bebas. Satu koloniaritas tinggi (0,90) atau lebih adalah indikasi pertama adanya koloniaritas. Dua ukuran yang umum dipakai adalah *tolerance value* dan *variance inflation factor* (VIF).

Pengujian terhadap kemungkinan adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis terhadap *plot residual*, yaitu selisih antara nilai prediksi dengan nilai sebenarnya. Jika penyebaran *residual value* meningkat atau menurun seiring dengan nilai prediksi, maka kemungkinan asumsi homoskedastisitas telah dilanggar.

## **BAB IV**

### **GAMBARAN UMUM DAN OBJEK PENELITIAN**

#### **4.1. Pengertian BUMN dan BUMS**

Secara umum badan usaha dibedakan menjadi perseorangan, persekutuan, perseroan serta koperasi. Perbedaan tersebut didasarkan atas sumber modal badan usaha tersebut. Dilihat dari kepemilikannya, badan usaha dibedakan menjadi milik swasta dan milik negara. Yang termasuk Badan Usaha Milik Swasta (BUMS) adalah badan usaha yang modalnya bukan berasal pemerintah, seperti perseorangan, persekutuan (Firma, CV) dan koperasi. Badan usaha yang modalnya dimiliki oleh pemerintah disebut BUMN.

Dibanding dengan BUMS, maka perkembangan BUMN mempunyai dimensi historis yang cukup menarik. Kalau perkembangan BUMS lebih didorong oleh luasnya partisipasi masyarakat, domestik atau asing, dalam kegiatan ekonomi, maka perkembangan BUMN sejalan dengan perkembangan sejarah Republik Indonesia dan sejarah dunia pada umumnya.

Setelah berakhirnya era merkantilisme, madzab liberal klasik ingin mengurangi campur tangan negara sekecil mungkin. *Laissez faire* yang menjadi idola dengan persaingan bebas yang diatur oleh mekanisme pasar bebas, mendorong efisiensi yang menguntungkan semua pelaku dan masyarakat karena, akan memperoleh tingkat harga yang wajar untuk barang yang ditawarkan secara bersaing (Wibisono, 1994).

Perkembangan revolusi industri ternyata tidak sepenuhnya menghasilkan kondisi ideal dari persaingan bebas. Permintaan dan penawaran tenaga kerja mengalami ketimpangan, terutama tenaga kerja wanita dan anak-anak. Faktor-raktor ekonomi seperti keadilan sosial, rasa kemanusiaan terhadap penderitaan buruh secara umum mendorong timbulnya pemikiran tentang perlunya negara dan pemerintah melakukan intervensi. Dunia barat melakukan introspeksi untuk memenuhi keadilan sosial dan membendung marxisme komunisme, yang menolak hak milik pribadi, dengan pola ekonomi yang dipimpin oleh diktator proletariat.

Indonesia tidak dapat lepas dari gejala universal diatas, sekalipun ada faktor spesifik Indonesia yang mempengaruhi perkembangan BUMN. Perkembangan tersebut dapat dibagi menjadi beberapa tahap, yaitu (Wibisono, 1994) :

1. proklamasi kemerdekaan
2. pengakuan kedaulatan
3. pembebasan Irian Barat
4. orde baru
5. globalisasi.

Sebagaimana telah diketahui landasan hukum BUMN adalah pasal 33 UUD 1945 yang diumumkan setelah proklamasi kemerdekaan. Dua tujuan pokok BUMN yaitu memupuk keuntungan dan menyediakan barang atau jasa yang bermutu kepada masyarakat (Faried, 1996). Dengan landasan tersebut Pemerintah Indonesia membentuk BUMN generasi pertama, yaitu BNI, *Control Trading Company* dan mulai merintis Garuda.

Dengan pengakuan kedaulatan Pemerintah Hindia Belanda menyerahkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dibidang public utilities kepada R.I.S. yaitu PLN

(NV. Aniem), Pos Telephone, Kereta Api, DAMRI, dan PPD. Disamping itu, pemerintah membentuk Garuda, Pelni dan Djakarta Loyd. Pada periode ini sektor ekonomi strategis dikuasai oleh BUMN dan Belanda (*The Big Eight*), yaitu Bank-bank, NHM, NHB, *Escompto*, *Trading Houses Borsumij*, *Go Wehry*, *Internatio*, *Jacoberg*, dan *Lindeves*.

Nasionalisasi perusahaan Belanda dalam rangka pembebasan Irian Barat, telah melahirkan ratusan BUMN. Yang diambil alih bukan hanya *The Big Eight* dan perusahaan perkebunan, tetapi semua perangkat perusahaan (termasuk bengkel mobil) dan toko roti. Akhirnya Pemerintah Pusat merasa kewalahan dan menyerahkan sebagian perusahaan kepada Pemerintah Daerah menjadi BUMD.

Dengan pergantian Orla menjadi Orba, pemerintah membuka pintu seluas-luasnya kepada modal swasta dan asing melalui Undang-Undang Penanaman Modal Asing (UUPMA) dan Undang-Undang Penanaman Modal Dalam Negeri (UUPMDN). Sebagian perusahaan Belanda dikembalikan kepada pemiliknya, seperti PT. Unilever dan PT. Multi Bintang. Pada periode 1966-1973, ekonomi Indonesia sangat mengandalkan arus investasi modal asing dan bantuan IGGI.

Fenomena global tidak mungkin dihindari. Dibeberapa negara bentuk etatisme menjadi tidak populer. Hal ini mendorong BUMN di beberapa negara mulai diswastakan. Di Indonesia, gejala globalisasi tersebut dimulai awal tahun 1988 dan merebak luas pada tahun 1991 (Ainun, 1999). Pada periode tersebut mulai dilakukan proses swastanisasi badan-badan usaha yang semula ditangani oleh pemerintah, dan dengan demikian beban anggaran pemerintah, dialihkan menjadi mandiri. Contoh kongkrit adalah diubahnya Perusahaan Jawatan (PERJAN) dan Perusahaan Umum (PERUM) menjadi Perusahaan



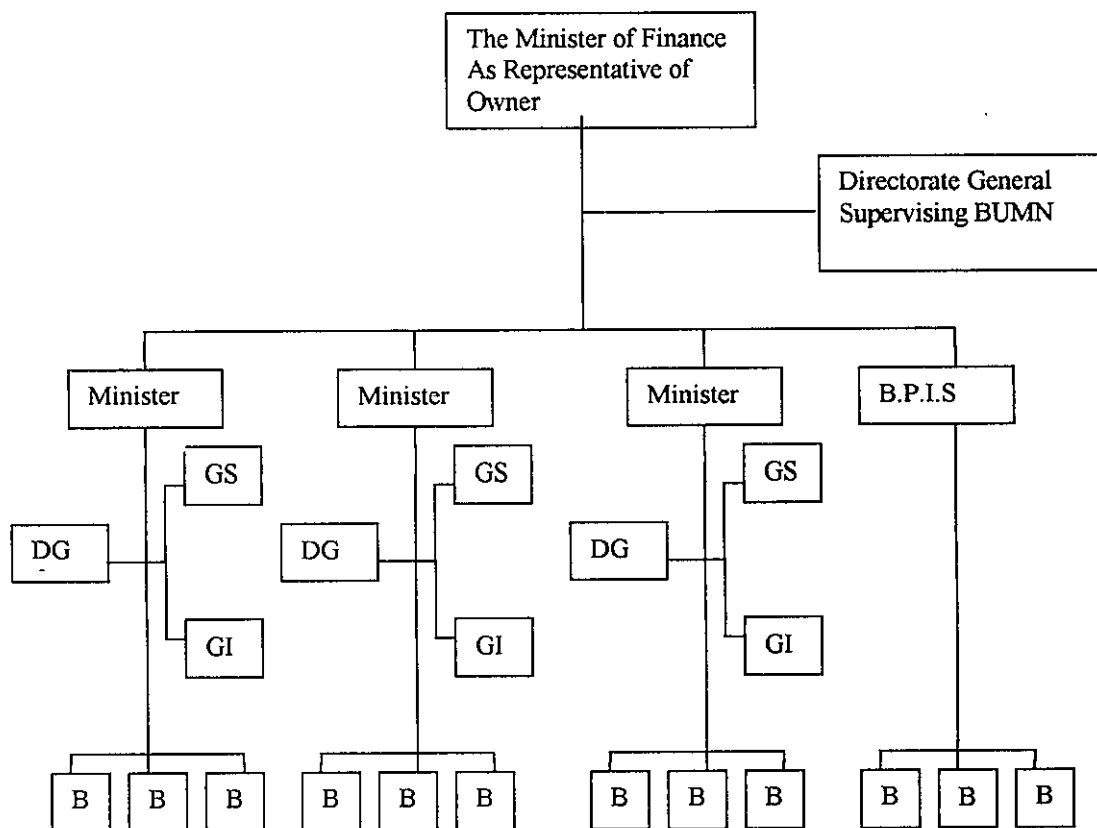
Perseroan (PESERO). Tahap akhir perkembangan ini adalah dilakukannya proses privatisasi BUMN.

Swastanisasi badan-badan usaha komersial dilakukan melalui proses privatisasi. Sebagian terbesar proses privatisasi dilakukan dengan penjualan saham ke pasar bursa. Penjualan saham ke pasar bursa dilakukan pula oleh badan-badan usaha swasta dalam rangka memenuhi kebutuhan modal. Saat pertama penawaran saham oleh BUMN atau BUMS disebut *Initial Public Offering* (Penawaran Umum Perdana). Dari hasil beberapa penelitian menunjukkan investor memperoleh abnormal return 32 % lebih besar dari saham-saham BUMN (Husnan, 1996), dan memang di sebagian negara, rata-rata *return* saham-saham BUMN lebih tinggi dibanding saham BUMS (Dewenter, 1997), termasuk pula di Indonesia.

#### 4.2 Struktur Organisasi dan Kriteria Kesehatan

BUMN merupakan satu jenis badan usaha yang bergerak diberbagai sektor. Hal tersebut terjadi bukan hanya di Indonesia tetapi juga di beberapa negara lain. Dengan demikian dapat diduga, sistem pengawasannya menjadi sangat kompleks. Sebagai pemilik, pemerintah menunjuk Menteri Keuangan untuk mewakilinya (PP. No. 3/1983) dan Departemen teknis lain sebagai pembina langsung. Karena bidang usaha BUMN menyangkut berbagai Departemen teknis lain, maka struktur organisasinya sangat kompleks seperti tampak berikut (Faried, 1996) :

Gambar 2  
Struktur Organisasi dan Kriteria Kesehatan



Catatan :

- GS : General Secretary
- GI : General Inspector
- DG : Director General
- BPIS : Badan Pengembangan Industri Strategis
- B : BUMN

Dari struktur di atas tampak begitu kompleksnya struktur organisasi BUMN, sehingga dapat berpengaruh pada operasional BUMN. Untuk pembinaan selanjutnya,

Menteri Keuangan menetapkan Keputusan No. 740/1989 tentang kesehatan dengan skor dan pengelompokkan sebagai berikut :

- Sangat Sehat (SS) : skor lebih dari 100
- Sehat (S) : skor antara 60 – 100
- Kurang Sehat : skor antara 44 – 60
- Tidak Sehat : skor kurang dari 44

Penghitungan skor didasarkan atas 3 kondisi keuangan dengan bobot masing-masing:

Kriteria	Target	Bobot
- Profitabilitas	12,0 %	75,0
- Likuiditas	150,0 %	12,5
- Solvabilitas	200,0 %	12,5

Berbeda dengan BUMN, maka BUMS merupakan satu kesatuan entitas berdiri sendiri, tidak terkordinasi satu dengan lainnya. Oleh karena itu, struktur organisasi yang ada ditetapkan dan berlaku untuk entitas itu sendiri, yang mungkin berbeda satu dengan entitas lainnya.

Tidak adanya kesamaan masing-masing BUMS sebagai konsekwensi logis dari legal entity yang berbeda, mengakibatkan tidak adanya tolok ukur kesehatan yang sama sebagaimana yang ditemui di BUMN. Pada perusahaan-perusahaan yang bergerak dibidang perbankan, tolok ukur kesehatannya mengacu pada aturan Bank Indonesia, yang terkenal dengan nama CAMEL. Untuk tujuan penawaran umum perdana tolok ukur tersebut tidak digunakan. Tolok ukur yang digunakan adalah ketentuan Bapepam, yaitu perusahaan yang akan menjual saham dibursa efek harus menunjukkan laporan keuangan

2 tahun berturut-turut yang diaudit oleh Kantor Akuntan Publik dan selama 2 tahun tersebut harus menunjukkan laba.

#### 4.3. Tujuan dan Kriteria Privatisasi

Sebagaimana diuraikan dimuka, pada dasarnya privatisasi adalah sama dengan *go-public*, yaitu upaya penyebaran kepemilikan dan pengawasan melalui penjualan saham kepada masyarakat luas, domestik dan asing. Tujuan BUMS melakukan *go-public* lebih ditekankan pada penambahan modal yang murah untuk menutup hutang-hutang, ekspansi perusahaan dan menambah modal kerja. Hingga saat ini jumlah BUMS yang telah *go-public* mencapai 283 buah dan BUMN yang melakukan privatisasi ada 5 buah.

Tujuan umum dilakukakannya privatisasi adalah (Ruru, 1996) :

- efisiensi ekonomi
- pengurangan beban keuangan pemerintah
- masuknya modal.

Berbagai cara dilakukan Pemerintah untuk melakukan privatisasi, yaitu :

- kerja sama operasi (KSO),
- kerja sama bangun, operasi dan alihkan (BOT),
- kerja sama bangun, operasi dan milik (BOO),
- kerja sama patungan (*Joint Venture*),
- jual saham (*go-public*).

Dengan Inpres No. 5/1988, yang dilanjutkan dengan Kepmenkeu No. 740 dan 741/1989, Indonesia berupaya mengaplikasikan 5 prinsip dasar privatisasi yaitu :

1. Kejelasan tujuan
2. Otoritas dan otonomi
3. Pemantauan kerja
4. Sistem penghargaan dan hukuman
5. Persaingan yang netral.

Yang dimaksud dengan kejelasan tujuan adalah BUMN yang melakukan privatisasi telah berperilaku komersial atas dasar efisiensi dan produktivitas, sebagaimana Kepmenkeu No. 740/1989 yang diperbaharui dengan No. 826/1992, tentang tingkat kesehatan.

Otonomi berarti kebebasan managerial, yang berarti pula adanya fleksibilitas, inisiatif, kecepatan dan berorientasi pada hasil. Sebagai realisasinya BUMN telah menyusun rencana korporasi, rencana kerja dan anggaran perusahaan serta penyederhanaan pengawasan. Hal tersebut diharuskan oleh Kepmenkeu No. 741/1989 dan No. 489/1995, yang merubah pengetrapan *control by procedure* menjadi *control by result*.

Prinsip ke 3 yaitu pemantauan kerja. Dengan prinsip ini BUMN harus dapat dipantau oleh masyarakat penyandang dana dan Bapepam tentang segala yang berkaitan dengan likwiditas, rentabilitas dan solvabilitas.

Prinsip ke 4 mengatur tentang sistem penggajian dan jasa produksi. Dengan prinsip ini besarnya gaji dan bonus harus didasarkan atas kinerja keuangan perusahaan.

Prinsip ke 5 memberi tekanan lebih, bahwa BUMN tersebut harus siap mandiri dan bersaing dengan lainnya, karena Pemerintah tidak akan memberi perlakuan khusus, baik tugas maupun kemudahan tertentu.

Kelima prinsip diatas dijabarkan menjadi suatu model yang dinamakan *Candidate Selection Model* (CSM), yang digunakan untuk menentukan apakah suatu BUMN sudah siap privatisasi atau belum. Model tersebut memiliki 2 kriteria yaitu :

1. Kriteria kuantitatif, yang berisi :
  - a) perusahaan harus laba 2 tahun berturut-turut.
  - b) modal minimum Rp 50 milyar
  - c) ROE minimal 7,5 %
  - d) DER maksimum 7,3 % untuk Asuransi Jiwa, 4,8 % untuk Perumahan dan Asuransi Kerugian, 1,96 % untuk Perbankan dan 1,8 % untuk sektor lain.
2. Kriteria kualitatif adalah :
  - a) daya tarik bidang usaha bagi investor
  - b) tingkat ketergantungan dukungan pendanaan dari pemerintah.
  - c) tingkat kebutuhan modal investasi dan ROI.

Sejak model tersebut diberlakukan, dari 182 BUMN yang ada pada tahun 1993, hanya 55 buah lolos kriteria kualitatif dan 14 buah lolos kriteria kuantitatif dan kualitatif. Ke 14 BUMN adalah PT. Indosat, PT. Telkom, PT. Tambang Timah, PT. Bank BNI, PT. Semen Padang, PT. Semen Tonasa, PT. Aneka Tambang, PT. Bank Exim, PT. Bank BTN, PT. Asuransi Eksport Indonesia. PT. Kimia Farma, PT. Jasa Marga, PT. Waskita Karya dan PT. Semen Gresik. Dari jumlah tersebut, baru 5 BUMN yang telah melakukan privatisasi hingga penelitian ini dilakukan.

#### 4.4. Penawaran Umum Perdana dan Pisah Batas

Hingga penelitian dilakukan, perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta berjumlah 280 perusahaan, yang terbagi dalam sektor-sektor (Bapepam, 1998);

- Manufacturing	108	buah
- Agriculture & Animal	11	buah
- Mining	6	buah
- Equipment	19	buah
- Consumer Goods & Trading	10	buah
- Banking Credit Agencies	35	buah
- Transportation & Communication	11	buah
- Real Estate & Property	21	buah
- Hotel, Travel Service & Others	8	buah

Dilihat dari kepemilikannya, perusahaan tersebut terdiri dari 5 perusahaan BUMN dan 275 perusahaan BUMS. Dalam penelitian ini diambil sampel 30 perusahaan, terdiri dari 5 BUMN dan 25 BUMS dan semua perusahaan sampel termasuk pada LQ 45. Masing-masing perusahaan melakukan penawaran umum perdana (PUP) yang berbeda-beda sehingga untuk menetapkan saat sebelum dan setelah PUP, ditetapkan batas pisah (*cut-off*) dengan kriteria masa laporan keuangan 6 bulan atau lebih dari 31 Desember dianggap sebagai  $n-1$  atau 1(satu) tahun sebelum PUP.

Nama-nama perusahaan dan penetapan batas pisahnya tampak sebagai berikut :

Tabel 3  
Tanggal PUP dan Penetapan Batas Pisah

No.	Nama Perusahaan	Tanggal PUP	Batas Pisah
A	BUMN :		
1	PT. Bank BNI	17-Sep-94	1995
2	PT. Tambang Timah	30-Jun-95	1995
3	PT. Indosat	30-Jun-94	1994
4	PT. Telkom	17-Jul-95	1996
5	PT. Semen Gresik	06-Feb-91	1992
B	BUMS :		
1	PT. Indofood SM	31-Jan-94	1994
2	PT. Pudjiadi PL	31-Mar-94	1995
3	PT. Modern Bank	31-Dec-93	1994
4	PT. Bank Rama	31-Dec-93	1994
5	PT. Bank Mashil	31-Dec-93	1994
6	PT. Wicaksono	31-Dec-93	1994
7	PT. Seady Safe	31-Mar-93	1994
8	PT. Ensefal PM	31 Apr 1993	1994
9	PT. Media Industrindo	31-Agust-93	1994
10	PT. Tempo SP	31-Dec-93	1994
11	PT. Hexindo AP	30-Jun-94	1994
12	PT. Texmaco PE	30-Jun-92	1992
13	PT. Jeewan JI	30-Jun-94	1994
14	PT. Bukaka TU	30-Jun-94	1994
15	PT. Asahima FG	30-Jun-95	1995
16	PT. Budi N	30-Sep-95	1995
17	PT. Mika KR	30-Apr-94	1994
18	PT. Indomulti II	31-Mar-93	1993
19	PT. Ganda WU	31-Dec-92	1993
20	PT. Textile MCJ	30-Jun-93	1994
21	PT. Sekar Laut	31-Mar-93	1993
22	PT. Fast Food Ind.	30-Sep-92	1993
23	PT. Ade S APS	31-Dec-93	1994
24	PT. Multibreeder A	31-Agust-93	1994
25	PT. Anwar Sierad	31-Dec-92	1993

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory, 1998.*

Dengan pisah batas tersebut, data dapat dikelompokkan menjadi 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP.



#### 4.5. Gambaran Umum Perusahaan

##### 4.5.1. Kondisi saat PUP

Gambaran sekilas tentang kondisi perusahaan saat PUP dan proxy saham yang ditawarkan kepada masyarakat, tampak pada tabel 4, dengan penjelasan berikut ini :

- a. Sebagian besar (80 %) perusahaan BUMN berumur lebih dari 19 tahun, kecuali PT.

Telkom yang baru berumur 4 tahun. Lamanya umur menunjukkan tingkat resistensi perusahaan terhadap perubahan-perubahan. Semakin lama umur perusahaan akan semakin resisten terhadap perubahan, artinya perusahaan semakin mampu menghadapi perubahan-perubahan yang ada. Sebaliknya, semakin sedikit umur perusahaan maka kehidupan perusahaan semakin rentan terhadap perubahan.

Hal yang sama terjadi pada perusahaan BUMS. Sebagian besar (64 %) perusahaan BUMS telah berumur lebih dari 11 tahun, sedang 36% berumur kurang dari 11 tahun, 24 % diantaranya merupakan perusahaan-perusahaan dengan umur sangat muda yaitu berkisar 5 tahun. Perusahaan-perusahaan muda sangat rentan terhadap perubahan.

- b. Sebagian besar (93 %) perusahaan menawarkan sahamnya kepada masyarakat diatas 20 % dari jumlah modal dan hanya sebagian kecil (7 %) saja yang menawarkan dalam jumlah kurang dari 20 %, yaitu perusahaan yang bergerak dibidang tekstil dan peternakan.

Tabel 4  
Umur Perusahaan, Total Aktiva, Total Modal dan Kepemilikan

No.	Nama Perusahaan	Umur (tahun)	Total Assets (juta Rp)	Modal (juta Rp)	% Kepemilikan	
					Masy.	Pendiri
A	BUMN :					
1	PT. Semen Gresik	29	382.296	300.906	26,90	73,10
2	PT. TambangTimah	19	492.029	320.331	35,00	65,00
3	PT. Indosat	27	796.648	593.954	35,00	65,00
4	PT. Telkom	4	12.508.456	5.055.986	35,00	65,00
5	PT. Bank BNI	48	32.355.113	1.728.247	25,00	75,00
B.	BUMS :					
1	PT. Indofood SM	20	1.011.006	351.325	43,97	56,03
2	PT. Putdjiadi PL	14	149.267	73.099	26,00	74,00
3	PT. Modern Bank	4	1.036.553	164.657	15,83	85,17
4	PT. Bank Rama	15	419.225	50.308	33,30	66,70
5	PT. Bank Mashil	4	411.864	54.814	26,47	73,53
6	PT. Ganda WU	8	88.092	38.841	22,22	77,78
7	PT. Sekar Laut	26	72.601	16.026	28,60	71,40
8	PT. Mika Kimia R	3	179.346	55.778	28,94	81,06
9	PT. Anwar Seared	11	104.925	35.914	50,00	50,00
10	PT. Multibredeer AI	3	56.101	31.774	14,16	85,84
11	PT. Ade SAPS	8	50.173	18.259	43,00	85,84
12	PT. Textile MCJ	20	321.814	101.529	20,00	80,00
13	PT. Fas Food Ind.	13	55.410	19.049	20,00	80,00
14	PT. Indomulti I I	6	58.954	19.230	30,87	69,13
15	PT. Budi Acid J. Tbk	15	87.177	42.344	31,00	69,00
16	PT. Asahima FGC	24	569.978	212.749	19,82	80,18
17	PT. Bukaka TU	16	254.910	52.330	44,72	55,28
18	PT. Jeewan Jaya Ind.	4	22.094	12.232	26,25	73,75
19	PT. Texmaco PE	10	75.840	25.868	4,80	95,50
20	PT. Hexindo A. Tbk.	6	107.506	35.087	16,07	83,93
21	PT. Tempo Scan P	23	141.220	28.954	25,25	74,75
22	PT. Mulia Industrind	7	502.574	107.182	20,00	80,00
23	PT. Enseval PM	5	225.369	52.168	23,94	76,06
24	PT. Steady Safe	21	57.559	48.897	19,75	80,25
25	PT. Wicaksana	20	142.349	47.949	42,52	57,48

Sumber : Data sekunder yang diolah.

#### 4.5.2. Perkembangan EPS

Perkembangan EPS masing-masing perusahaan BUMN dan BUMS selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP tampak pada Tabel 5 dibawah. Tampak jelas bahwa perkembangan EPS BUMN dan BUMS selalu meningkat sebelum PUP dan kemudian menurun setelah PUP. Disamping itu, terlihat jelas juga bahwa besarnya EPS BUMN selalu lebih tinggi dibanding EPS BUMS, baik sebelum maupun setelah PUP.

Tabel 5  
Perkembangan EPS BUMN dan BUMS  
Sebelum dan Setelah PUP  
(dalam Rp)

NO	EMITEN	n-3	n-2	n-1	n+1	n+2	n+3
A	BUMN :						
1	PT. Semen Gresik	25,0	203,0	1.531,0	569,0	536,0	328,0
2	PT. TambangTimah	297,0	199,0	1.001,0	535,0	311,0	353,0
3	PT. Indosat	1.737,0	1.977,0	2.095,0	303,0	444,0	504,0
4	PT. Telkom	151,0	250,0	397,0	97,0	161,0	123,0
5	PT. Bank BNI	73,0	73,0	119,0	111,0	77,0	73,0
	Rata-rata	456,6	540,4	1.028,6	323,0	305,8	276,2
B	BUMS :						
1	PT. Indofood SM	277,0	477,0	509,0	358,0	200,0	231,0
2	PT. Putdjiadi PL	58,0	203,0	410,0	207,0	107,0	80,0
3	PT. Modern Bank	80,0	121,0	135,0	186,0	185,0	245,0
4	PT. Bank Rama	60,0	87,0	265,0	215,0	299,0	228,0
5	PT. Bank Mashil	196,0	102,0	94,0	244,0	155,0	223,0
6	PT. Ganda WU	194,0	241,0	422,0	190,0	163,0	42,0
7	PT. Sekar Laut	120,0	2.175,0	597,0	255,0	179,0	172,0
8	PT. Mika Kimia R	10,0	35,0	483,0	394,0	213,0	86,0
9	PT. Anwar Seared	245,0	199,0	458,0	229,0	188,0	217,0
10	PT. Multibredeer AI	90,0	199,0	458,0	229,0	188,0	217,0
11	PT. Ade SAPS	41,0	34,0	230,0	152,0	50,0	63,0
12	PT. Textile MCJ	190,0	604,0	315,0	371,0	117,0	139,0
13	PT. Fas Food Ind.	222,0	579,0	378,0	287,0	177,0	199,0
14	PT. Indomulti I I	(780,0)	101,0	710,0	648,0	492,0	214,0
15	PT. Budi Acid J. Tbk	55,0	127,0	143,0	302,0	282,0	(59,0)
16	PT. Asahima FGC	72,0	186,0	417,0	340,0	203,0	(104,0)
17	PT. Bukaka TU	329,0	268,0	613,0	215,0	203,0	323,0
18	PT. Jeewan Jaya Ind.	45,0	219,0	339,0	403,0	225,0	(169,0)
19	PT. Texmaco PE	193,0	201,0	436,0	131,0	189,0	222,0
20	PT. Hexindo A. Tbk.	347,0	310,0	530,0	315,0	315,0	(708,0)
21	PT. Tempo Scan P	552,0	967,0	225,0	441,0	270,0	323,0
22	PT. Mulia Industrind	0,3	0,7	52,0	112,0	296,0	300,0
23	PT. Enseval PM	88,0	112,0	68,0	307,0	138,0	139,0
24	PT. Steady Safe	193,0	243,0	92,0	343,0	199,0	230,0
25	PT. Wicaksana OI	82,0	84,0	92,0	207,0	311,0	358,0
	Rata-rata	118,4	321,2	336,0	286,2	211,1	120,9

Sumber : Data sekunder yang diolah.

#### 4.5.3. Perkembangan Size

Perkembangan *Size* masing-masing perusahaan BUMN dan BUMS selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP tampak pada Tabel 6 di bawah. Tampak jelas bahwa *Size* BUMN dan BUMS meningkat terus, baik sebelum ataupun setelah PUP. *Size* BUMN naik rata-rata 43,02% per tahun sejak privatisasi, sedang *Size* BUMS naik rata-rata sekitar 127,25% pertahun. Hal ini menunjukkan perkembangan usaha BUMS meningkat jauh diatas BUMN.

Tabel 6  
Perkembangan Size BUMN dan BUMS  
Sebelum dan Setelah PUP (dalam jutaan Rp)

NO.	EMITEN	n-3	n-2	n-1	n+1	n+2	n+3
A.	BUMN :						
1	PT. Semen Gresik	149,0	161,0	382,0	681,0	892,0	969,0
2	PT. Tambang Timah	368,0	374,0	484,0	751,0	842,0	1.150,0
3	PT. Indosat	535,0	690,0	789,0	1.629,0	2.003,0	2.844,0
4	PT. Telkom	7.887,0	9.220,0	11.747,0	15.915,0	17.783,0	19.967,0
5	PT. Bank BNI	23.104,0	26.005,0	32.175,0	34.883,0	57.175,0	54.733,0
	Rata-rata	6.408,6	7.290,0	9.115,4	10.771,8	15.739,0	15.932,6
B.	BUMS :						
1	PT. Indofood SM	125,0	526,0	719,0	1.437,0	3.703,0	4.221,0
2	PT. Putdjiadi PL	30,0	53,0	109,0	241,0	254,0	344,0
3	PT. Modern Bank	711,0	797,0	987,0	1.037,0	667,0	2.413,0
4	PT. Bank rama	181,0	252,0	419,0	625,0	926,0	1.264,0
5	PT. Bank Mashil U	144,0	181,0	412,0	822,0	1.236,0	1.642,0
6	PT. Ganda WU	23,0	49,0	88,0	122,0	159,0	196,0
7	PT. Sekar Laut	16,0	31,0	36,0	89,0	212,0	127,0
8	PT. Mekar Kimia R	132,0	126,0	140,0	277,0	348,0	517,0
9	PT. Anwar Seared	22,0	44,0	89,0	234,0	414,0	641,0
10	PT. Multibreeder AI	28,0	50,0	68,0	157,0	134,0	191,0
11	PT. Ade SAPS	27,0	29,0	50,0	93,0	106,0	111,0
12	PT. Textile MCJ	235,0	278,0	321,0	453,0	814,0	764,0
13	PT. Fas Food Ind.	33,0	47,0	57,0	76,0	90,0	103,0
14	PT. Indomulti I I	40,0	51,0	53,0	129,0	495,0	292,0
15	PT. Budi Acid J	15,0	17,0	105,0	251,0	374,0	572,0
16	PT. Asahima FGC	519,0	512,0	555,0	740,0	732,0	1.310,0
17	PT. Bukaka TU	125,0	174,0	262,0	346,0	527,0	925,0
18	PT. Jeewan Jaya Ind	10,0	15,0	31,0	52,0	57,0	70,0
19	PT. Texmaco PE	41,0	73,0	94,0	186,0	242,0	307,0
20	PT. Hexindo A. Tbk	41,0	71,0	144,0	243,0	281,0	457,0
21	PT. Tempo Scan P	86,0	112,0	141,0	299,0	500,0	554,0
22	PT. Mulia Industl.	20,0	26,0	469,0	523,0	640,0	1.302,0
23	PT. Enseval PM	3,0	4,0	225,0	331,0	373,0	391,0
24	PT. Steady Safe	25,0	24,0	58,0	152,0	236,0	567,0
25	PT. Wicaksana	71,0	81,0	142,0	206,0	401,0	558,0
	Rata-rata	107,3	144,9	231,0	364,8	556,8	793,6

Sumber : Indonesian Capital Market Directory, 1998

#### 4.5.4. Perkembangan Debt Total Assets Ratio (DAR)

Perkembangan DAR masing-masing perusahaan BUMN dan BUMS selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP tampak pada Tabel 7 di bawah. Tampak jelas bahwa program PUP di BUMN betul-betul dimaksudkan untuk penyebaran kepemilikan dan pengembangan usaha dan beban untuk mengurangi pinjaman yang telah ada sebagaimana pada BUMS. Hal itu tampak pada perkembangan DAR BUMN berkembang 0 % tiap tahun, sedang DAR BUMS turun sebesar 10,81 % per tahun dari sebelum PUP.

Tabel 7  
Perkembangan DAR BUMN dan BUMS  
Sebelum dan Setelah PUP

NO	EMITEN	n-3	n-2	n-1	.n+1	n+2	n+3
A.	BUMN :						
1	PT. Semen Gresik	0,09	0,10	0,21	0,02	0,31	0,40
2	PT. Tambang Timah	0,56	0,50	0,38	0,35	0,24	0,42
3	PT. Indosat	0,13	0,24	0,22	0,10	0,12	0,11
4	PT. Telkom	0,28	0,30	0,28	0,54	0,20	0,52
5	PT. Bank BNI	0,95	0,96	0,95	0,95	0,92	0,94
	Rata-rata	0,40	0,42	0,40	0,39	0,35	0,47
B.	BUMS :						
1	PT. Indofood SM	0,96	0,88	0,98	0,29	0,63	0,61
2	PT. Putjiadi PL	0,63	0,76	0,39	0,47	0,48	0,76
3	PT. Modern Bank	-0,60	-0,74	-0,80	0,84	0,89	0,92
4	PT. Bank rama	0,90	0,91	0,87	0,80	0,85	0,88
5	PT. Bank Mashil U	0,91	0,86	0,87	0,84	0,88	0,90
6	PT. Ganda WU	0,93	0,94	0,56	0,42	0,30	0,60
7	PT. Sekar Laut	0,95	0,82	0,80	0,90	0,58	0,56
8	PT. Mekar Kimia R	0,98	0,77	0,74	0,54	0,59	0,71
9	PT. Anwar Seared	0,81	0,50	0,65	0,63	0,61	0,70
10	PT. Multibredeer AI	0,46	0,61	0,47	0,47	0,18	0,38
11	PT. Ade SAPS	0,64	0,52	0,51	0,14	0,29	0,32
12	PT. Textile MCJ	0,75	0,69	0,64	0,51	0,59	0,66
13	PT. Fas Food Ind.	0,55	0,62	0,65	0,46	0,57	0,63
14	PT. Indomulti I I	0,84	0,89	0,90	0,59	0,84	0,56
15	PT. Budi Acid J	0,86	0,65	1,32	0,67	0,57	0,72
16	PT. Asahima FGC	0,75	0,71	0,67	0,64	0,51	0,65
17	PT. Bukaka TU	0,78	0,76	0,81	0,68	0,54	0,67
18	PT. Jeewan JayaInd	0,56	0,59	0,67	0,48	0,55	0,55
19	PT. Texmaco PE	0,69	0,68	0,68	0,65	0,73	0,91
20	PT. Hexindo A.Tbk	0,81	0,81	0,72	0,68	0,68	0,88
21	PT. Tempo Scan P	0,93	0,78	0,70	0,28	0,54	0,84
22	PT. Mulia Indust.	0,79	0,99	0,99	0,54	0,61	0,70
23	PT. Enseval PM	0,60	0,32	0,77	0,58	0,60	0,59
24	PT. Steady Safe	0,15	0,59	0,79	0,37	0,68	0,65
25	PT. Wicaksana	0,82	0,80	0,66	0,62	0,64	0,60
	Rata-rata	18,05	75,86	17,81	14,09	14,93	16,95

Sumber : Indonesian Capital Market Directory, 1998.

#### 4.5.5. Perkembangan Total Assets Turnover (TATO)

Perkembangan TATO sebagai ukuran efisiensi masing-masing perusahaan BUMN dan BUMS sema 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP pada Tabel 8 di bawah. Tampak jelas pemanfaatan sumber ekonomi yang ada bukannya meningkat melainkan justru menurun sebesar 14,04% per tahun pada BUMN dan 20,54% per tahun pada BUMS. Hal ini tampak pada penurunan TATO setelah dilakukannya PUP.

Tabel 8  
Perkembangan Total Assets Turnover (TATO) BUMN dan BUMS  
Sebelum dan Setelah PUP

NO.	EMITEN	n-3	n-2	n-1	n+1	n+2	n+3
A.	BUMN :						
1	PT. Semen Gresik	0,57	0,65	0,33	0,24	0,19	0,23
2	PT. TambangTimah	0,96	0,86	0,90	0,67	0,72	0,60
3	PT. Indosat	1,70	1,00	0,97	0,56	0,52	43,00
4	PT. Telkom	0,31	0,30	0,34	0,32	0,29	0,30
5	PT. Bank BNI	1,77	0,10	0,06	0,11	0,13	0,10
	Rata-rata	1,06	0,58	0,52	0,38	0,37	8,85
B.	BUMS :						
1	PT. Indofood SM	5,22	2,34	1,57	0,94	0,56	0,67
2	PT. Putdjiadi PL	0,17	0,13	0,20	0,04	0,19	0,23
3	PT. Modern Bank	-	-	-	0,15	0,17	0,16
4	PT. Bank rama	0,24	0,18	0,12	0,12	0,16	0,17
5	PT. Bank Mashil U	0,18	18,00	0,10	0,13	0,16	0,18
6	PT. Ganda WU	1,09	0,60	0,48	0,65	0,60	0,48
7	PT. Sekar Laut	1,12	0,50	0,80	0,73	0,80	0,65
8	PT. Mekar Kimia R	2,10	2,26	5,34	1,33	1,36	0,99
9	PT. Anwar Seared	4,11	3,51	2,70	0,60	0,55	0,54
10	PT. MultibredeerAI	0,80	0,47	0,61	0,45	0,56	0,20
11	PT. Ade SAPS	0,51	40,00	0,67	0,52	0,58	0,63
12	PT. Textile MCJ	0,75	0,77	0,81	0,71	0,59	0,65
13	PT. Fas Food Ind.	1,25	1,13	1,07	1,02	1,07	1,30
14	PT. Indomulti I I	0,41	0,94	1,15	0,61	0,62	1,19
15	PT. Budi Acid J	1,18	1,11	0,70	0,59	0,80	0,56
16	PT. Asahima FGC	0,36	0,45	0,52	55,00	0,47	0,29
17	PT. Bukaka TU	0,53	0,57	0,58	0,98	0,51	0,42
18	PT. Jeewan Jaya Ind.	0,77	1,80	1,02	1,10	1,05	0,25
19	PT. Texmaco PE	0,25	0,25	0,38	0,24	0,34	0,55
20	PT. Hexindo A.Tbk	1,38	1,43	1,05	0,82	0,92	0,50
21	PT. Tempo Scan P	1,43	1,03	0,93	0,65	0,81	0,86
22	PT. Mulia Indust.	2,27	0,05	0,16	0,26	0,37	0,25
23	PT. Enseval PM	0,17	0,15	0,61	1,51	1,54	1,56
24	PT. Steady Safe	0,50	0,52	0,29	0,35	0,45	0,26
25	PT. Wicaksana	6,49	5,55	2,23	2,23	1,67	1,60
	Rata-rata	1,33	3,35	0,96	2,87	0,68	0,61

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*, 1998.

#### 4.5.6. Perkembangan Cyclical Ratio (CyR)

Perkembangan CyR masing-masing perusahaan BUMN dan BUMS selama 3 tahun sebelum dan setelah PUP tampak pada Tabel 9 di bawah. Tampak jelas bahwa pengaruh ekonomi makro terhadap kinerja perusahaan BUMN meningkat rata-rata 28,30 % per tahun, sedang perusahaan BUMS meningkat sebesar 18,18 % per tahun. Hal ini diduga karena masih adanya peran-peran pemerintah terhadap kinerja perusahaan baik yang berkaitan dengan aspek managerial, permodalan maupun operasional. Hal lain yang diperkirakan dapat mempengaruhi kinerja BUMN adalah sektor usaha perusahaan BUMN lebih bersifat strategis tanpa adanya pesaing lain, sehingga ciri-ciri monopolistik masih terus berjalan sekalipun telah ada penyebaran kepemilikan.

Tabel 9  
Perkembangan CyR BUMN dan BUMS  
Sebelum dan Setelah PUP

NO.	EMITEN	n-3	n-2	n-1	n+1	n+2	n+3
A.	BUMN :						
1	PT. Semen Gresik	0,026	0,027	0,027	0,160	0,030	0,029
2	PT. Tambang Timah	1,010	0,017	0,031	0,030	0,030	0,030
3	PT. Indosat	0,090	0,091	0,082	0,076	0,102	0,099
4	PT. Telkom	0,127	1,063	0,208	0,201	0,284	0,270
5	PT. Bank BNI	0,049	0,105	0,072	0,061	0,063	(0,059)
	Rata-rata	0,260	0,261	0,084	0,106	0,102	0,074
B.	BUMS :						
1	PT. Indofood SM	0,231	0,220	0,231	0,058	0,068	0,057
2	PT. Putrdjadi PL	-	0,001	0,002	0,005	0,004	0,004
3	PT. Modern Bank	0,001	0,002	0,002	0,006	0,005	0,006
4	PT. Bank rama	-	0,001	0,001	0,004	0,005	0,005
5	PT. Bank Mashil U	0,001	0,001	0,002	0,004	0,004	0,004
6	PT. Ganda WU	0,001	0,001	0,001	0,003	0,003	0,001
7	PT. Sekar Laut	-	-	0,001	0,002	0,002	0,001
8	PT. Mekar Kimia R	-	0,003	0,002	0,005	0,006	0,003
9	PT. Anwar Seared	-	-	0,004	0,005	0,006	0,006
10	PT. Multibredeer AI	0,001	0,002	0,003	0,004	0,002	-
11	PT. Ade SAPS	0,001	-	0,001	0,002	-	-
12	PT. Textile MCJ	0,009	0,011	0,009	0,010	0,011	0,009
13	PT. Fas Food Ind.	0,001	0,002	0,001	0,002	0,002	0,002
14	PT. Indomulti II	(0,002)	-	0,002	0,005	0,003	0,006
15	PT. Budi Acid J	-	0,001	0,003	0,007	0,011	(0,006)
16	PT. Asahima FGC	0,002	0,006	0,012	0,016	0,008	0,006
17	PT. Bukaka TU	0,001	0,002	0,003	0,004	0,006	0,009
18	PT. Jeewan Jaya Ind.	-	-	-	0,001	0,001	(0,001)
19	PT. Texmaco PE	0,001	0,002	0,003	0,004	0,005	0,006
20	PT. Hexindo A.Tbk	0,003	0,003	(0,004)	0,001	0,002	0,003
21	PT. Tempo Scan P	(0,001)	0,005	0,001	0,009	0,009	0,009
22	PT. Mulia Industd	0,006	0,008	0,001	0,004	0,010	0,015
23	PT. Enseval PM	0,002	0,002	0,022	0,005	0,003	0,003
24	PT. Steady Safe	0,002	0,002	0,002	0,005	0,008	0,009
25	PT. Wicaksana	0,001	0,001	0,001	0,004	0,005	0,004
	Rata-rata	0,010	0,011	0,012	0,007	0,008	0,006

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*, 1998.

## BAB V

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 5.1 Data Penelitian

*Earning Per Share* (EPS) sebagai pusat kajian penelitian ini, terdiri dari EPS 5 BUMN dan EPS 25 BUMS, yang terus menerus tercatat sebagai LQ 45, sehingga menggambarkan 66,67 % dari saham-saham likuid. Rentang waktu 3 tahun sebelum dan setelah Penawaran Umum Perdana (PUP) didasarkan atas pertimbangan praktis yaitu :

- a. Jangka waktu terpendek setelah PUP adalah 3 tahun, yang meliputi 3 BUMN yaitu PT. Telkom, PT, Bank BNI, PT. Tambang Timah dan 3 BUMS yaitu PT Indofood SM, PT. Pudjiadi PL, PT Budi Acid Jaya. Badan Usaha lain telah berjalan lebih dari 3 tahun sejak PUP dilakukan.
- b. Ketentuan Bapepam yang mensyaratkan perusahaan-perusahaan yang akan melakukan PUP harus menyajikan laporan keuangan 2 tahun sebelumnya yang diaudit Kantor Akuntan Publik dan menunjukkan laba. Karena laporan keuangan harus disusun secara komparatif dengan tahun sebelumnya, sebagaimana ketentuan Ikatan Akuntan Indonesia, maka data tersaji meliputi 3 tahun sebelum PUP.

Data rata-rata EPS BUMN dan BUMS selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP tampak pada Tabel 2 dimuka. Membandingkan data pada Tabel 2 dengan Tabel 1 dimuka memberikan gambaran :



- a. Rata-rata EPS BUMN lebih tinggi dibanding rata-rata EPS BUMS, baik sebelum maupun sesudah PUP. Gambaran ini agak berbeda bila dibandingkan dengan rata-rata *Return* BUMN dan BUMS di beberapa negara sebagaimana diungkap dalam penelitian Dewenter (1997). Dalam penelitiannya menunjukkan rata-rata *Return* BUMN sangat bervariasi yaitu lebih tinggi, lebih rendah atau sama dengan rata-rata *Return* BUMS. Tampaknya variasi tersebut dipengaruhi oleh sistem perekonomian yang dianut masing-masing negara.

Bila rata-rata EPS di Indonesia dibandingkan dengan rata-rata *return* di beberapa negara Asia (Malaysia & Thailand) tampak tidak adanya kesamaan pola, yaitu EPS BUMN lebih tinggi dari EPS BUMS, sedang di negara Asia *Return* Saham BUMN lebih rendah dari *Return* saham BUMS. Hal ini menunjukkan bahwa EPS dan *Return* tidak saling berkaitan dan dengan demikian EPS tidak dapat digunakan sebagai indikator prediktif atas harga saham sebagaimana halnya *Return*

- b. Disamping itu Tabel 2 menunjukkan bahwa kinerja BUMN lebih baik dibanding dengan kinerja BUMS. Diduga hal tersebut disebabkan oleh sistem organisasi pada kedua jenis badan usaha. Pada BUMN, apapun nama dan bidang usaha serta departemen teknis yang membinanya, dimiliki oleh Pemerintah, sehingga semua BUMN harus tunduk dan patuh dengan ketentuan-ketentuan yang ditetapkan Menteri Keuangan, sebagai wakil Pemerintah. Melalui Kepmenkeu No. 740/1983, yang disempurnakan dengan

- No. 826/1992, kriteria kesehatan BUMN sebagai kelengkapan dari kriteria privatisasi yang ditetapkan dalam *Candidate Selection Model* (CSM). Kedua kriteria tersebut tidak terdapat dalam BUMS, yang pemiliknya beraneka macam. Kriteria umum yang dipakai BUMS adalah ketetapan Bapepam tentang laba 2 tahun berturut-turut sebelum PUP. Hal ini diduga berakibat pada munculnya EPS BUMS selalu lebih rendah dari EPS BUMN.
- c. Sekalipun begitu, terdapat kondisi yang sama antara BUMN dan BUMS, yaitu rata-rata EPS sebelum PUP meningkat dan menurun setelah PUP. Kesamaan ini diduga oleh adanya kesamaan kultur yang berkembang di BUMN dan BUMS, sebagaimana tampak dalam penelitian *World Economic Forum* (1995). Oleh karenanya, adalah wajar bila ada penelitian yang menyimpulkan kemungkinan adanya *window dressing* sebelum PUP (Payamta, 1999).

## 5.2. Analisis Data

### 5.2.1. Analisis Perubahan EPS

Pengujian statistik terhadap perubahan rata-rata EPS sebelum dan setelah PUP dilakukan dengan Uji Beda ( *t test*), yaitu pengujian yang berkaitan dengan dua sampel observasi untuk menguji apakah populasi kedua sampel mempunyai *relative frequency distribution* yang sama atau tidak (Sritua, 1993).

Pengujian dilakukan dengan tingkat keyakinan 95 % dan derajat kebebasan ( $df$ ) =  $n-k$ . Hipotesis yang disusun adalah :

$H_0 \Rightarrow U_1 = U_2$  : tidak ada perbedaan signifikan EPS sebelum dan setelah PUP

$H_a \Rightarrow U_1 \neq U_2$  : ada perbedaan signifikan EPS sebelum dan setelah PUP

Hasil pengujian sebagai tampak pada lampiran 10 adalah sebagai berikut :

Tabel 10  
Hasil Uji Statistik Rata-rata EPS BUMN & BUMS  
Sebelum dan Setelah PUP

Keterangan	BUMN	BUMS	Simpulan
1. Sebelum PUP :			
• Rata-rata	675,2	214,5	
• Deviasi Standar	731,6	155,5	
2. Setelah PUP :			
• Rata-rata	312,8	236,1	
• Deviasi Standar	194,1	85,2	
3. Sebelum & Setelah PUP :			
• $t_{hit}$	1,230	-0,610	$H_0$ diterima
• signikansi	0,287	0,548	$H_0$ diterima

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 10 tersebut tampak tidak ada perbedaan signifikan antara EPS sebelum dan setelah PUP, baik untuk BUMN maupun BUMS, pada  $\alpha : 5 \%$ . Dengan demikian kebijakan PUP pada kedua jenis badan usaha belum dapat meningkatkan kinerja kedua badan usaha, terbukti rata-rata EPS tidak berbeda. Sekalipun demikian, PUP telah menghasilkan kondisi yang lebih baik, terlihat pada koefisien deviasi standar setelah PUP lebih rendah dari sebelumnya.

Kedadaan tersebut tampaknya memperkuat dugaan adanya *dressing* sebelum PUP (Payamta, 1999). Kemungkinan lain adalah jangka waktu 3 tahun setelah PUP termasuk singkat untuk memperbaiki kinerja perusahaan, padahal pengaruh PUP berdampak jangka panjang.

Kesamaan simpulan antara BUMN dan BUMS juga memperkuat hasil penelitian lain, bahwa tingkat produktivitas, efisiensi dan kinerja perusahaan di Indonesia masih tergolong rendah (World Economic Forum, 1995).

## 5.2.2. Analisis Regresi Parsial

Analisis regresi parsial dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel terpilih (variabel bebas) terhadap variabel tidak bebas, yaitu EPS. Variabel bebas terdiri dari besaran perusahaan (size), efisiensi (TATO), jumlah hutang (DAR), dan produk domestik bruto (CyR).

Hubungan variabel-variabel tersebut dirumuskan sebagai berikut :

$$y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

dimana :

y = EPS dalam Rp

X<sub>1</sub> = Size dalam jutaan Rp

X<sub>2</sub> = TATO

X<sub>3</sub> = DAR

X<sub>4</sub> = CyR

a = konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  = koefisiensi regresi

Dengan data rata-rata selama 6 tahun untuk seluruh variabel sebagaimana tampak pada lampiran 2 dan dengan tingkat keyakinan 95 % dan derajat kebebasan = n-k, maka hasil pengujian dengan program SPSS sebagaimana tampak pada lampiran 3 menunjukkan :

Tabel 11  
Hasil Uji Statistik Regresi Parsial

	Beta	T <sub>hit</sub>	T <sub>sign</sub>	Simpulan
• Konstanta	232,478	3,244	0,004	-
• Size	-2.753 E-02	-2,579	0,017	Sign
• DAR	3,587	2,288	0,031	Sign
• TATO	2,242	2,895	0,007	Sign
• Cyr	990,929	3,315	0,003	Sign

Sumber : data yang diolah.

Dari Tabel 11 tersebut tampak bahwa :

a. Masing-masing variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap EPS. Hal tersebut tampak pada t<sub>sign</sub> lebih kecil dari 5 %. Hubungan masing-masing variabel bebas terhadap variabel tidak bebas dapat dirumuskan secara matematis sebagai berikut :

$$y = 232,478 - (2.753E-02)X_1 + 3,587X_2 + 2,242X_3 + 990,929X_4$$

(-2,579)      (2,288)      (2,895)      (3,315)

Dari koefisien regresi dampak pengaruh ekonomi makro (CyR) terhadap EPS lebih besar dibanding pengaruh internal perusahaan, yang ditunjukkan oleh standar koefisien betanya sebesar 0,444. Bila diurutkan lebih jauh, faktor internal yang berpengaruh lebih besar adalah Size, DAR dan TATO yaitu 0,278, 0,138 dan 0,003. Kondisi ini mencerminkan orientasi perusahaan yang menekankan pada pemanfaatan yang ada, yaitu ekonomi makro, Size, DAR, dan setelah itu baru berupaya untuk beroperasi secara efisien. Oleh karenanya, daya saing perusahaan di pasar internasional masih lemah sebagaimana ditunjukkan oleh hasil penelitian terdahulu (Economic Forum, 1995).

b. Dua hal menarik tampak pada koefisien regresi Size, dan DAR, yaitu -2.753 E-02 (negatif) dan 3,587 (positif). Diduga kondisi anomali tersebut ditimbulkan karena pengaruh bias data rata-rata selama 6 tahun untuk seluruh variabel, sebagaimana tampak pada lampiran 3. Untuk memperjelas analisis tersebut, akan dilakukan analisis parsial sebelum dan setelah PUP berikut ini.

### 5.2.3. Analisis Regresi Parsial Sebelum dan Setelah PUP

Dengan analisis sebelum dan setelah PUP, diharapkan dapat diperoleh gambaran perubahan kondisi perusahaan yang lebih rinci. Data rata-rata masing-masing variabel sebelum dan setelah PUP tampak pada lampiran 4 dan 6. Hasil pengujian dengan tingkat keyakinan 95 % dan derajat kebebasan =  $n-k$ , sebagaimana tampak pada lampiran 5 dan 7 adalah sebagai berikut :

Tabel 12  
Hasil Uji Statistik Regresi Parsial  
Sebelum dan Setelah PUP

Keterangan		Size	DAR	TATO	CyR
1. Sebelum PUP :	• Beta	1.300E-02	-462,765	18,969	145,401
	• t hit	3,999	-2,963	2,728	2,688
	• t sign	0,000	0,006	0,011	0,012
	• Simpulan	signif	signif	signif	signif
	Setelah PUP :				
	• Beta	5.940E-02	-109,325	3,818	-455,672
• Simpulan	• t hit	2,536	-2,137	2,362	-3,261
	• t sign	0,018	0,041	0,025	0,003
	• t hit	signif	signif	signif	signif
	• Beta				
	• t hit				
	• t sign				

Sumber : Data yang diolah.

Dari Tabel 12 tampak seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap EPS, baik sebelum maupun setelah PUP. Hal menarik seperti diuraikan dimuka adalah adanya perubahan tanda koefisien regresi pada Tabel 11 dan Tabel 12 dan tanda koefisien regresi sebelum dan setelah PUP. Perubahan tersebut tampak sebagai berikut :

Tabel 13

Perbandingan Koefisien Regresi Parsial

Keterangan	Size	DAR	TATO	CyR
♦ Pada Tabel 11	-2.753E-02	3,587	2,242	990,929
♦ Pada Tabel 12 :				
- Sebelum PUP	1.300E-02	-462,765	2,728	145,401
- Setelah PUP	5.940E-02	-109,325	3,818	-455,672

Sumber : Data yang diolah.

Dari Tabel 13 dapat ditarik kesimpulan :

- Memang variabel Size yang berpengaruh negatif terhadap EPS sebagaimana Tabel 11 bersifat anomali akibat penggunaan data rata-rata selama 6 tahun. Dengan menggunakan data lebih rinci, yaitu rata-rata 3 tahun sebelum dan setelah PUP, tampak sifat anomali tersebut hilang, dan Size berpengaruh positif terhadap EPS. Diduga operasi perusahaan masih dalam tahap *increasing return of scale*, yaitu kenaikan size meningkatkan earning.

- Sifat anomali terjadi juga pada DAR. Pada Tabel 11, ditunjukkan DAR berpengaruh positif terhadap EPS, satu hal yang bersifat anomali juga. Semakin besar hutang perusahaan, maka akan semakin besar beban bunga dan EPS akan semakin kecil. Sifat anomali tersebut diduga sebagai akibat penggunaan data rata-rata selama 6 tahun.



Dengan menggunakan data lebih rinci, yaitu rata-rata 3 tahun sebelum dan setelah PUP, tampak anomali tersebut hilang dan DAR berpengaruh negatif terhadap EPS.

- c. Pengaruh CyR terhadap EPS tampak jelas ditunjukkan pada koefisien regresi CyR sebelum dan setelah PUP. Sebelum PUP, CyR sebagai tolak ukur ekonomi makro, berpengaruh positif dan berubah menjadi negatif setelah PUP. Perubahan ini diduga ada perubahan kondisi manajemen baru setelah PUP sehingga dapat merubah orientasi sebelum PUP yang memanfaatkan faktor eksternal sebagai daya dorong operasi perusahaan yang memanfaatkan faktor internal mendapat perhatian lebih setelah PUP, sehingga tidak bergantung pada faktor eksternal.

#### 5.2.4. Analisis Regresi Simultan

Analisis regresi simultan dilakukan untuk menguji pengaruh seluruh variabel bebas terhadap variabel tidak bebas. Disamping itu, analisis regresi simultan akan memberikan gambaran seberapa jauh perubahan variabel tidak bebas dapat dijelaskan oleh perubahan variabel bebas. Dengan data rata-rata selama 6 tahun untuk seluruh variabel sebagaimana tampak pada lampiran 2 dan dengan tingkat keyakinan 95 % serta derajat kebebasan :  $n-k$ , maka hasil uji statistik dengan program SPSS dalam lampiran 3 tampak sebagai berikut :

Tabel 14

Hasil Uji Statistik Regresi Simultan

Keterangan	
• Fhit	3,060
• Fsign	0,041
• R2	0,542
• Adjusted R2	0,487
• Simpulan	Signifikan

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 14 tersebut diatas, tampak bahwa :

- Secara keseluruhan, variabel Size, TATO, DAR, dan CyR berpengaruh signifikan terhadap variabel EPS pada alpha 5% sebagaimana diperlihatkan pada  $F_{sign} < \alpha$ , yaitu  $0,041 < 0,05$ . Hal ini berarti perubahan EPS dapat dijelaskan oleh perubahan yang terjadi pada seluruh variabel Size, TATO, DAR, dan CyR.

- Perubahan EPS dapat dijelaskan oleh perubahan empat variabel bebas tersebut sebesar 48,7 % sedang sisanya sebesar 51,3 % dapat dijelaskan oleh variabel lain diluar empat tersebut. Untuk memperjelas pengaruh PUP terhadap hubungan variabel terhadap EPS, disajikan analisis sebelum dan setelah PUP berikut ini.

## 5.2.5. Analisis Regresi Simultan Sebelum dan Setelah PUP

Dengan analisis sebelum dan setelah PUP, diharapkan dapat diperoleh gambaran lebih jelas tentang pengaruh PUP terhadap hubungan Size, TATO, DAR dan CyR terhadap EPS. Dengan data rata-rata 3 tahun masing-masing variabel pada lampiran 4 dan 6 serta dengan tingkat keyakinan 95 % dan tingkat kebebasan = n-k, hasil pengujian tampak pada lampiran 5 dan 7 adalah sebagai berikut :

Tabel 15  
Hasil Uji Statistik Regresi Simultan  
Sebelum dan Setelah PUP

Keterangan	Sebelum PUP	Setelah PUP
• F hit	3,621	3,049
• F sign	0,019	0,036
• R2	0,663	0,746
• Adjusted R2	0,565	0,696
• Simpulan	Signifikan	Signifikan

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari Tabel 15 tampak bahwa memang keempat variabel secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap EPS, baik sebelum maupun setelah PUP. Perubahan terjadi pada besarnya koefisien Adjusted R<sup>2</sup>, yang lebih besar setelah PUP dibanding sebelum PUP. Ini berarti variabel lain diluar empat tersebut semakin kecil, yaitu dari 43,5 % menjadi 30,4 %. Diduga hal tersebut disebabkan oleh kondisi keterbukaan sebagai *public company*, sehingga kebijakan lebih rasional dan terawasi unsur luar, yaitu Bapepam dan calon investor.

### 5.2.6. Analisis Regresi BUMN dan BUMS

Analisis regresi BUMN dan BUMS ini dimaksudkan sebagai analisis

pengaruh variabel Size, Tato, DAR dan CyR terhadap EPS BUMN dan BUMS.

Dengan membedakan kedua badan usaha tersebut dapat diperoleh gambaran

perbedaan kondisi keduanya, apakah identik atau tidak. Hal ini perlu untuk

memperdalam hasil penelitian lain, yang menyebutkan bahwa perusahaan di

Indonesia, baik BUMN maupun BUMS, memiliki ciri efisiensi dan kinerjanya

rendah (World Economic Forum, 1995).

Untuk memperoleh gambaran tersebut, data EPS diubah menjadi data

dummy berupa status sebagaimana tampak pada lampiran 8 dan 10 dengan nilai 0

untuk BUMN dan 1 untuk BUMS. Hasil uji statistik pada alpha 5 % dan dengan

derajat kebebasan = n-k menunjukkan pengaruh empat variabel terhadap status

EPS sebelum dan setelah PUP sebagaimana tampak pada lampiran 9 dan 11 adalah

sebagai berikut :

Tabel 16

Hasil Uji Statistik Regresi Simultan Menurut Status

Sebelum dan Setelah PUP

Keterangan	Sebelum PUP	Setelah PUP
• Konstanta	854,705	286,656
• Status (koef)	742,516	51,168
• Status (t hit)	2,082	2,137
• Status (t <sub>sign</sub> )	0,048	0,041
• Simpulan	Signifikan	Signifikan

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 16 tampak :

- a. Status badan usaha berpengaruh signifikan terhadap EPS, baik sebelum maupun setelah PUP. Hal ini berarti ada perbedaan signifikan antara kinerja BUMN dan kinerja BUMS.

- b. Setelah PUP, terjadi penurunan tajam pada kinerja BUMN & BUMS, terbukti besarnya konstanta setelah PUP jauh lebih kecil dibanding sebelum PUP. Diduga, PUP belum dapat memperbaiki kinerja BUMN & BUMS dalam waktu 3 tahun, padahal dampak PUP baru terasa pada jangka panjang. Kondisi ini, yang diduga peneliti lain kemungkinan adanya *window-dressing* sebelum PUP (Payamta, 1999).

- c. Kinerja BUMN memang lebih baik dibanding kinerja BUMS, sebagaimana tampak pada koefisien status yang positif. Perbedaan kinerjanya tampak mulai mengecil setelah PUP, yaitu dari 742,516 menjadi 51,168.

#### 5.2.7. Analisis Asumsi Klasik

Suatu model regresi dinyatakan baik untuk alat prediksi, apabila koefisien regresi adalah penaksir tak bias linier terbaik (*Best, Linearity, Unbiased, Estimated*)(Gujarati, 1997). Disamping itu, suatu model dinyatakan baik dan dapat dipakai untuk prediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya. Oleh karena itu dilakukan juga uji gejala multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

#### a. Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah situasi adanya korelasi antar variabel bebas, jika terdapat korelasi yang sempurna diantara variabel bebas, maka koefisien

regresi menjadi tidak dapat dipercaya dan akan mengalami kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tidak bebas (Sritua, 1993). Untuk mengetahui adanya multikolinearitas dapat dilihat pada nilai koefisien korelasi antar variabel. Bila nilai koefesien berada diatas 0,50 berarti terjadi gejala multikolinearitas (Gujarati, 1997) dan bila diatas 0,90 berarti terjadi multikolinearitas (Hair, 1995).

Hasil uji statistik dengan program SPSS seperti tampak pada lampiran 3 menunjukkan koefisien korelasi antar variabel tampak sebagai berikut :

Tabel 17

Koefisin Korelasi Antar Variabel

Korelasi Antar Variabel	Koefisien
• Size – DAR	0,133
• Size – TATO	0,342
• Size – Cyr	0,000
• DAR – TATO	0,844
• DAR – Cyr	0,860
• TATO – Cyr	0,635

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari Tabel 17 tersebut dapat diketahui bahwa nilai koefisien korelasi antar variabel bebas yang digunakan dalam model masih berada dibawah 0,90 sekalipun ada beberapa yang diatas 0,60, yaitu DAR-TATO, DAR-Cyr dan TATO-Cyr. Hal ini berarti tidak terjadi multikolinearitas sekalipun ada beberapa yang menunjukkan gejala multikolinearitas.

b. Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar anggota dari seri observasi yang disusun menurut *time series* maupun *cross-section* (Gujarati, 1997). Akibat adanya autokorelasi terhadap penaksiran regresi adalah (Sritua, 1993) :

1. Koefisien determinasi ( $R^2$ ) menjadi lebih rendah dari yang seharusnya.
2. Pengujian dengan menggunakan *t*-test dan *F*-test akan memberikan

kesimpulan yang menyesatkan.

Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin Watson Statistic*. Menurut Sritua (1993) dan Gujarati (1997), apabila nilai DWS makin mendekati nilai 2, maka tidak terdapat gejala autokorelasi. Jika nilai DWS mendekati nilai 0, menunjukkan autokorelasi positif dan bila mendekati nilai 4 maka terdapat petunjuk adanya autokorelasi negatif.

Kriteria yang digunakan adalah (Gujarati, 1997) :

- a. Menolak  $H_0$ , bila :

$$d < d_L \quad \text{atau} \quad d > 4 - d_L$$

- b. Tidak menolak  $H_0$ , bila :

$$d > d_u \quad \text{dan} \quad d < 4 - d_u$$

- c. Pengujian tidak meyakinkan, bila :

$$d_L < d < d_u \quad \text{atau} \quad 4 - d_u < d < 4 - d_L$$

Hasil uji statistik terhadap sebagaimana pada lampiran 3 adalah tampak sebagai berikut :

Tabel 18

Hasil Uji Autokorelasi

Keterangan		Koefisien	
1. Hasil uji Durbin Watson		1,918	
2. Nilai tabel :		1,679	
dL		1,788	
3. Simpulan :			
a. $d > d_L$ atau $d < 4 - d_L$		Ho diterima	
b. $d > d_U$ dan $d < 4 - d_U$		Ho tidak ditolak	
c. $d_L < d < d_U$ atau $4 - d_U < d < 4 - d_L$		Pengujian Meyakinkan	

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 18 diatas tampak bahwa tidak terdapat autokorelasi dan pengujian meyakinkan.

c. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas diartikan bahwa varians variabel dalam model adalah tidak sama (tidak konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, meskipun penaksir telah menggambarkan populasinya. Adanya heteroskedastisitas akan berakibat bahwa hasil test terlah konservatif atau terlalu sensitif.



Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas, dapat digunakan beberapa metoda yaitu (Gujarati, 1997) : metoda *Park, Gleiser, Goldfeld-Quandt* dan *Spearman Rank Correlation*. Metoda *Box Ljung* dapat digunakan pula untuk mendeteksinya, terutama untuk sampel-sampel besar (Greene, 1993). Masing-masing metoda akan menghasilkan indikator yang sama, apakah *residual value* bervariasi dengan variasi nilai prediksi atau tidak. Oleh karenanya, gejala ada tidaknya heteroskedastisitas dapat diidentifikasi secara sederhana dengan grafik (Gujarati, 1997). Dalam penelitian ini, identifikasi heteroskedastisitas dilakukan dengan grafik dan dengan metoda *Park*, yaitu uji regresi antar *residual value* sebagai variabel bebas terhadap EPS sebagai variabel tidak bebas. Alasan lain digunakannya grafik dan uji regresi untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya heteroskedastisitas adalah data yang diambil berasal dari data sekunder.

Dari lampiran 14 tampak bahwa *residual value* tidak bervariasi terhadap *variabilitas prediction value* dan jumlah *outlier* pada BUMN sebesar 3,3 % dan pada BUMS sebesar 1,3 % atau keduanya kurang dari 5%. Hal ini menunjukkan tidak adanya heteroskedastisitas. Hasil tersebut diperkuat dengan hasil uji regresi seperti tampak pada lampiran 12 dan 13 menunjukkan bahwa hubungan regresi yang nilai residual sebagai variabel bebas terhadap nilai prediksi sebagai variabel tidak bebas, adalah tidak signifikan pada alpha

5%. Hal tersebut tampak pada nilai  $t_{sign}$  sebesar 0,042 untuk BUMN dan 0,023 untuk BUMS.

d. Uji Normalitas

Uji normalitas diperlukan dalam regresi linier agar penaksir ( $\alpha_0$ ,  $\beta_1$  dan  $\alpha^2$ ) mempunyai sifat statistik sebagai berikut (Gujarati, 1997) :

- 1) penaksir tersebut tidak bias
- 2) penaksir mempunyai varians yang minimum sehingga efisien.
- 3) konsisten

Bila variasi dari distribusi normal itu besar, berarti tes statistik tidak valid (Hair, 1995). Alat uji yang digunakan dalam penelitian ini adalah. Kolmogorof – Smirnov Z pada alpha 5%. Kriteria yang digunakan adalah bila  $Z_{hit} > Z_{tabel}$  maka tidak normal. Sebagaimana hasil uji statistik dalam lampiran 3 sebagai berikut :

Tabel 19

Hasil Uji Normalitas

Kolmogorof Smirnov Z	Koefisien
◆ EPS	1,128
◆ Size	1,226
◆ DAR	1,008
◆ TATO	0,671
◆ CyR	1,235

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Dari Tabel 19 tersebut tampak bahwa nilai Z dibawah nilai  $Z_{tabel}$  (1,96), yang berarti data masing-masing terdistribusikan secara normal pada alpha 5%

Dari hasil uji asumsi klasik secara keseluruhan telah menunjukkan bahwa model regresi tidak mengandung penyakit autokorelasi, multikoloniartitas, heteroskedastisitas, serta distribusi datanya adalah normal. Dengan demikian analisis regresi dimuka memenuhi kriteria BLUE dan hasil uji hipotesisnya adalah valid.

### 5.3. Implikasi Hasil Penelitian

Berdasarkan analisis dan pengujian data sebagaimana diuraikan dimuka, diketahui bahwa secara simultan variabel-variabel Size, TATO, DAR, dan CYR mempunyai pengaruh signifikan terhadap EPS, baik pada uji data BUMN maupun BUMS. Kinerja kedua badan usaha tersebut ternyata berbeda signifikan baik sebelum maupun setelah PUP. Hubungan regresi linier antar variabel terbebas dari penyakit autokorelasi, multikoloniartitas serta heteroskedastisitas. Dengan hasil pengujian seperti itu, jelas variabel Size, TATO, DAR, dan CYR dapat digunakan sebagai prediktor atas besarnya EPS.

Adapun implikasi hasil penelitian ini bagi emiten, Pemerintah dan swasta adalah menunjukkan bukti empiris bahwa pengaruh tiap-tiap variabel bebas terhadap variabel tidak bebas pada perusahaan BUMN berbeda dengan pengaruhnya pada perusahaan BUMS. Perbedaan tersebut, banyak dipengaruhi oleh kriteria yang berbeda sebelum PUP serta penggunaan yang berbeda dari hasil PUP. Dalam banyak hal, perusahaan BUMN menunjukkan kondisi yang lebih baik dibanding perusahaan-perusahaan BUMS, sekalipun keduanya masih

menunjukkan kondisi yang sama bahwa efisiensi setelah PUP mengalami penurunan, sebagaimana tampak pada koefisien TATO yang semakin kecil.

Implikasi lain yang perlu dicatat bagi para peneliti adalah adanya ketidaksesamaan antara pola *return* saham dengan EPS. Dari penelitian lain menunjukkan bahwa rata-rata *return* saham BUMS di negara-negara Asia lebih tinggi dibanding *return* saham BUMN. Dari penelitian ini menunjukkan pula bahwa rata-rata EPS BUMN lebih tinggi dibanding rata-rata EPS BUMS. Dengan hasil yang kontradiktif tersebut, perlu dikaji lebih jauh, variabel manakah yang lebih baik digunakan sebagai prediktor harga saham di negara-negara Asia. Tampaknya, kesamaan pola antara *return* saham dengan EPS, justru terjadi di negara-negara maju seperti Canada, France dan U. Kingdom.

## BAB VI

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 1. Pendahuluan

*Earning per share* (EPS) merupakan kinerja perusahaan dan banyak digunakan para peneliti dalam menilai keadaan yang lalu, sekarang dan memprediksi masa depan. Kinerja perusahaan merupakan salah satu indikator di bidang manajemen dalam mengukur kemampuan daya saing suatu negara pada era globalisasi sekarang ini.

EPS dapat pula digunakan investor dalam menetapkan portofolionya disamping *return* saham. Pola besarnya *EPS* dan *return* saham pada BUMN dan BUMS, berbeda-beda di negara maju, Asia dan Indonesia. Penelitian dilakukan terhadap 5 BUMN dan 25 BUMS yang menjual sahamnya di BEJ dan tercatat terus menerus dalam LQ 45 selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP.

#### 2. Kesimpulan mengenai hipotesis

Dari hasil uji statistik dimuka, dapat disimpulkan :

- a.  $H_1$  ditolak, yang berarti tidak adak perbedaan signifikan rata-rata EPS BUMN sebelum dan setelah PUP. Dengan hasil uji tersebut, kinerja BUMN setelah PUP tidak berbeda dengan sebelumnya. Diduga jangka waktu 3 tahun terlalu singkat untuk memperbaiki kinerja perusahaan, sekalipun telah

memperbaiki kondisi umum perusahaan sebagaimana tampak pada standar deviasi yang semakin kecil.

- b.  $H_2$  ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan signifikan rata-rata EPS BUMS sebelum dan setelah PUP. Dengan hasil uji tersebut, kinerja BUMS setelah PUP tidak berbeda dengan sebelumnya. Diduga jangka waktu 3 tahun terlalu singkat untuk memperbaiki kinerja perusahaan, sekalipun telah memperbaiki kondisi umum perusahaan sebagaimana tampak pada standar deviasi yang semakin kecil.
- c.  $H_3$  diterima, yang berarti faktor eksternal dan internal secara parsial berpengaruh signifikan terhadap besarnya EPS. Hal menarik yang tampak adalah terjadi kondisi anomali pada koefisien regresi *Size* dan *DAR*, yang menunjukkan nilai negatif dan positif. Diduga hal tersebut di akibatkan oleh bias data yang digunakan, yaitu rata-rata selama 6 tahun.

Pada penggunaan data rata-rata 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP, kondisi anomali tersebut tidak muncul dan koefisien regresi *Size* dan *DAR* menunjukkan nilai positif dan negatif. Ini berarti semakin besar *Size*, maka semakin besar EPS, sebaliknya semakin besar *DAR*, maka semakin kecil EPS. Tampaknya kedua badan usaha tersebut masih beroperasi pada *increasing return of scale*. Faktor efisiensi, yaitu *TATO*, tampak normal dengan koefisien regresi yang rendah.

Hal menarik lain yang tampak adalah faktor eksternal berpengaruh lebih besar terhadap EPS, dibanding faktor internal, sekalipun koefisien regresi faktor eksternal menurun setelah PUP.

Diduga orientasi manajemen mulai berubah sebagai akibat perubahan kepemilikan dan ketentuan-ketentuan sebagai *public company*.

Faktor internal yang dominan terhadap perubahan EPS adalah Size, sedang efisiensi perusahaan tetap rendah.

d. H<sub>4</sub> diterima, yang berarti secara keseluruhan faktor eksternal dan internal

berpengaruh signifikan terhadap EPS. Hal menarik yang tampak adalah besarnya faktor-faktor diluar model semakin kecil setelah PUP. Ini merupakan kondisi yang baik menuju transparansi dari perusahaan publik.

e. H<sub>5</sub> diterima, yang berarti status badan usaha (BUMN atau BUMS)

berpengaruh signifikan terhadap kinerja masing-masing. Diduga hal tersebut sebagai akibat perbedaan intrinsik keduanya sejak sebelum PUP dan sekalipun telah sama-sama menjadi perusahaan publik, perbedaan tersebut belum hilang. Perbedaan intrinsik sebelum PUP berupa kriteria ketat yang harus dipenuhi BUMN sebelum PUP, satu hal yang tidak terjadi pada BUMS.

### 3. Kesimpulan mengenai masalah penelitian

Dengan memperhatikan kesimpulan masing-masing hipotesis di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa perbedaan EPS, sebagai tolak ukur kinerja perusahaan, tidak

berbeda signifikan baik sebelum maupun setelah PUP pada kedua badan usaha tersebut. PUP sebagai langkah strategis belum memberikan hasil secara optimal, terbukti efisiensinya masih tetap rendah. Hasil penelitian ini untuk sementara memperkuat penelitian lain, bahwa efisiensi perusahaan di Indonesia masih rendah.

Besarnya EPS di pengaruhi oleh faktor eksternal dan internal dan ternyata faktor eksternal lebih dominan. Faktor eksternal dimaksud adalah GDP dan faktor internal terdiri dari Size, Leverage dan Efficiency. Keempat faktor dapat memberi gambaran 69,6 % terhadap perubahan EPS dan 30,4 % disebabkan oleh faktor di luar model.

#### 4. Implikasi teoritis

Penelitian ini ditujukan untuk memperoleh bukti-bukti empiris tentang kemungkinan penerapan analisis fundamental terhadap harga saham, yang selama ini selalu didasarkan perspektif *return* saham dengan mempertimbangkan aspek makro ekonomi. Dengan penelitian ini diharapkan dapat mengembangkan teori portofolio, yang hanya menekankan pada aspek non fundamental sehingga aspek teknis dapat dikurangi sekecil mungkin.

#### 5. Implikasi Manajerial

Implikasi manajerial yang dapat dimunculkan dari penelitian ini adalah bahwa para investor dan konsultan manajer dana dapat memprediksi tentang harga dan *return* saham dimasa depan dengan menggunakan analisis fundamental dengan memperhatikan kondisi ekonomi makro.



- empiris dalam mengembangkan teori yang ada.
- saham, EPS dengan return saham dan hal-hal lain dapat memperkaya bukti perekonomian yang dianut suatu negara, hubungan antara EPS dengan harga tiga limitasi tersebut dapat dieliminir. Selain itu penelitian tentang sistem Dari hasil penelitian ini dapat dikembangkan penelitian-penelitian lain sehingga
7. Implikasi untuk penelitian mendatang
- mempengaruhi perubahan EPS.
- variabel tersebut . Masih terdapat 30,4 % variabel lain diluar model, yang dapat memberikan gambaran 69,6 % perubahan EPS, yang dipengaruhi oleh keempat makro dan tiga indikator faktor internal. Hasil penelitian baru dapat c. Variabel bebas dalam model penelitian terbatas pada satu indikator ekonomi kecil untuk memberikan gambaran seluruh BUMN di Indonesia.
- b. Jumlah BUMN terbatas hanya 5 buah merupakan satu populasi yang sangat pengawasan sebagai konsekuensi PUP.
- muncul dari keputusan strategis, berupa penyebaran kepemilikan dan waktu yang sangat pendek untuk mengukur perubahan kinerja yang diharapkan a. Jangka waktu 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah PUP merupakan jangka Penelitian ini memiliki beberapa limitasi, yaitu :
6. Limitasi